

**UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y**  
**EMPRESARIALES**

Departamento de Economía Aplicada I  
(Economía Internacional y Desarrollo)



**TESIS DOCTORAL**

**El capital financiero en la dinámica económica argentina entre 2002-  
2012. Los efectos de la política económica en la post-convertibilidad**

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

**Marisa Bordón Ojeda**

Directores

**Xabier Arrizabalo Montoro**  
**M<sup>a</sup> José Paz Antolín**

**Madrid, 2016**



UNIVERSIDAD  
**COMPLUTENSE**  
MADRID

Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales

Departamento de Economía Aplicada I  
(Economía Internacional y Desarrollo)

TESIS DOCTORAL

**EL CAPITAL FINANCIERO EN LA DINÁMICA  
ECONÓMICA ARGENTINA ENTRE 2002-2012. LOS  
EFECTOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA EN LA  
POST-CONVERTIBILIDAD**

Investigación presentada por  
MARISA BORDON OJEDA  
para la obtención del grado de doctora

---

Directores:

Xabier Arrizabalo Montoro

M<sup>a</sup> José Paz Antolín

Madrid, Noviembre de 2015



---

*A mi madre por su amor y por enseñarme a no darme por vencida.*

*A David por su apoyo incondicional y por ser el sol que ilumina mi vida.*





---

*“Cuando cada uno de nosotros tiene en cuenta a las personas que se verán afectadas por sus decisiones y reflexiona sobre el peso de su responsabilidad, se torna posible el descubrimiento de nuestro yo auténtico y el cultivo de nuestra humanidad. La repetición sostenida de este proceso nos permite explorar más profundamente el significado y la función de los sistemas políticos y económicos, y crear las condiciones sociales que den lugar a su rehumanización.\*”*

*Daisaku Ikeda*  
*(Filósofo budista, escritor y poeta)*

---

\*Daisaku Ikeda (2015), *Un compromiso colectivo: Erradicar el sufrimiento de la Tierra y construir un futuro más humano. Propuesta de paz 2015*. Ediciones Civilización Global



## Agradecimientos

---

Emprender este camino para mí ha entrañado una dificultad que supera las cuestiones relacionadas con el trabajo en sí, especialmente, por el coste emocional que implica realizar una empresa semejante. En el proceso me he encontrado con dificultades que no hubiese podido superar si no hubiese contado con el apoyo, la ayuda y el cariño de las personas que me rodean. Por esa razón se hace imprescindible cumplir con la deuda de gratitud que tengo con todas ellas.

Quisiera comenzar por agradecer el trabajo de mis directores Xabier Arrizabalo y María José Paz con los que me ha encantado trabajar. En estos años me han enseñado y me han guiado, a la vez que se han preocupado de darme el apoyo y el ánimo que he necesitado en cada momento. Muchas gracias por todo.

Quiero expresar mi agradecimiento a Claudio Katz por toda su ayuda en mi estadía de investigación en 2012. Sus consejos y el asistir a sus clases fueron de gran ayuda en un momento crucial de esta investigación. También agradecer a Felisa Miceli y Julio Gambina que tan generosamente se prestaron a realizar las entrevistas que se incluyen en este trabajo. A lo largo de estos años he contado con el apoyo de algunos compañeros que me han brindado su ayuda a través de consejos y correcciones. Ellos son José Miguel, Caroline y Nacho. A Nacho debo agradecerle especialmente sus correcciones y las discusiones que hemos tenido sobre este trabajo pues han sido claves para su realización. He sido muy afortunada de contar con su valiosa ayuda.

También he contado con la ayuda de personas relacionadas con el ámbito académico pero fuera de los campos de la economía o de la política, que me han ayudado en las correcciones y en otras cuestiones relacionadas con la presentación de la investigación. En este sentido debo agradecer la inmensa ayuda de David.

Pero creo que mi deuda de gratitud es aún mayor con aquellas personas que nada tienen que ver con este ámbito e igualmente han prestado su inmensurable ayuda con correcciones, traducciones y consejos. Va mi agradecimiento para Yamila, Josep María y Meritxell. Mi agradecimiento por la ayuda que tan generosamente me ha brindado Meritxell traspasa los límites de lo que puedo expresar en este escrito.

Por último quiero agradecer a todas las personas con las que he compartido estos años que tuvieron como trasfondo la realización de este trabajo, pero en los que hubo mucho más. A Caroline y a Flora por todas las horas, días y meses compartidos en la biblioteca, en donde se mezclaban risas, llantos y cafés. Gracias a Jesica, Claudia, Paola, Neus, Astrid y José Miguel por ser la prueba de que el tiempo y la distancia no pueden destruir el cariño y la confianza creadas en el pasado. Gracias a Jesica por mostrarme un nuevo camino para vivir mi vida. Gracias a mis amigos “prestados” Sofía, Karina y Paulo que se llevaron una parte de mi corazón a la izquierda del pla-

neta. Otra vez vuelvo a sentir que las palabras se quedan cortas para agradecer el cariño, la amistad y la increíble generosidad de mi compañera de lucha, gracias a Yamila. Muchas gracias a Nacho por brindarme su amistad y su confianza, y por hacer de cualquier tema de conversación lo más divertido del mundo y que las horas se conviertan en segundos. A Meritxel quiero agradecerle por ser mi hermana de la vida, no hay palabras en el mundo para describir su enorme generosidad, su apoyo y su cariño han sido fundamentales para mí estos años. Muchas gracias a Julio por ayudarme a ver la realidad con mayor claridad. Gracias también a mi maestro de la vida, Daisaku Ikeda.

Quiero agradecer a mi familia catalana. A mis suegros, Carmen y Paco, que con tanto cariño me acogieron a mi llegada a este país, y que en estos últimos meses han tenido que aguantar mis preocupaciones. Lo mismo para mis cuñados, cuñadas, sobrinos y sobrina. Especialmente gracias a Aran, Didac y Biel por alegrarme la vida y por renovar mis ganas de luchar por hacer de este mundo un lugar mejor. También a toda la familia Baiges.

No puedo dejar de nombrar a mi familia argentina. Ellos son el origen. Gracias a mi mamá, mis tíos, tías, primos y primas por su cariño, por su apoyo y por su comprensión en aquellos momentos en los que he tenido que renunciar a pasar tiempo con ellos por realizar este trabajo. Gracias a Caty, Marcelo, Sole, Alejandro, Marcelo y Gabriel por hacer siempre de la “vuelta a casa” algo especial. A mi prima Sole quiero darle las gracias por su amor incondicional, su paciencia y por haber compartido conmigo todo este proceso con un “vos podés”. Agradezco muy especialmente a mi madre todo su amor, su apoyo y por haberme dado todas esas herramientas para vivir mi vida, esas herramientas que, en algunos casos, no tuvo para sí. Muchas gracias a mi madre por ser el ejemplo de lucha, de perseverancia y de triunfo que guía mis actos. Por último, quiero dar las gracias a David, mi compañero de vida, por el “aguante”, por la infinita paciencia, por ser el pilar en mis momentos de flaqueza, por ser el sol que ilumina mis momentos más oscuros, por compartir mis alegrías como si fueran las suyas y por su amor inteligente.

## Índice general

---

Índice de gráficos	XI
Índice de cuadros	XV
Lista de Siglas	XVII
Resumen	XIX
Abstract	XXI
Introducción	1

### **I El punto de partida: Contextualización teórica de las finanzas, antecedentes y marco regulatorio del ámbito financiero entre 2002-2012.**

**9**

<b>1. Aspectos teóricos y metodología de la investigación.</b>	<b>11</b>
1.1. Revisión teórica en torno a las finanzas. . . . .	12
1.1.1. Las aportaciones de Karl Marx y Rudolf Hilferding como punto de partida . . . . .	13
1.1.2. El debate actual en torno a la expansión y a las nuevas características de las finanzas . . . . .	22
1.1.3. Balance de las aportaciones y definición de conceptos principales	35
1.2. Objetivos e hipótesis de la investigación . . . . .	38
1.3. La propuesta metodológica de la investigación . . . . .	40
<b>2. El rol del capital financiero en la dinámica económica entre 1990 y 2001.</b>	<b>43</b>
2.1. El marco general de políticas económicas y el proceso de acumulación de los años noventa . . . . .	44
2.2. La participación del Estado, los sectores de la economía y el capital financiero internacional en la expansión de las finanzas . . . . .	50
2.2.1. La participación del Estado . . . . .	50
2.2.2. El sector no financiero . . . . .	52
2.2.3. El sector financiero . . . . .	55
2.2.4. El capital extranjero . . . . .	58

2.3. Balance de las relaciones que dan coherencia a la dinámica económica centrada en las finanzas . . . . .	60
2.4. La crisis en 2001 . . . . .	63
2.5. El fin del plan de convertibilidad . . . . .	65
<b>3. La regulación de las finanzas en la post-convertibilidad (2002-2012)</b>	<b>69</b>
3.1. La estrategia neodesarrollista . . . . .	70
3.1.1. La intervención del Estado . . . . .	70
3.1.2. Fomento de la producción industrial orientada a la exportación. .	72
3.2. El fin del Plan de Convertibilidad y la política de tipo de cambio competitivo	74
3.3. Las medidas para evitar la debacle del sistema financiero . . . . .	78
3.4. La nueva gestión de la deuda pública . . . . .	81
3.4.1. La reestructuración de la deuda pública en suspensión de pago	81
3.4.2. El pago de la deuda y la relación con el FMI . . . . .	84
3.5. El agotamiento del modelo y las medidas para ampliar los recursos del Estado . . . . .	87
3.5.1. La nacionalización de las AFJP . . . . .	88
3.5.2. El Control del mercado de divisas y la ley de mercado de capitales	91
3.5.3. La reforma de la Carta Orgánica del BCRA . . . . .	95

## **II El comportamiento del capital financiero en el periodo 2002-2012** **99**

<b>4. El alcance de la nueva gestión de la deuda pública. La relación del Estado y el capital financiero.</b>	<b>101</b>
4.1. El papel de la deuda pública como resultado de la nueva gestión de las finanzas del Estado. El alcance de la política de “desendeudamiento” .	102
4.1.1. Los indicadores del “desendeudamiento” . . . . .	103
4.1.2. Las críticas a la tesis del desendeudamiento . . . . .	104
4.2. Los efectos del fin de la convertibilidad y de la nueva gestión de la deuda en el vínculo entre el Estado y capital financiero en el periodo 2002-2012	115
<b>5. El sector financiero en el modelo neodesarrollista ¿Orientado hacia la producción?</b>	<b>125</b>
5.1. Respuestas iniciales del sector financiero tras la crisis . . . . .	126
5.1.1. Los efectos de la crisis en la estructura del sector financiero . .	126
5.1.2. La profunda caída de la rentabilidad del sector financiero y la reactivación de los mercados financieros tras el estallido de la crisis . . . . .	129
5.2. Recomposición a partir de los cambios en la política económica entre 2003 y 2012 . . . . .	132
5.2.1. Consolidación de los cambios tras la crisis. La presencia de la banca pública y el desplazamiento de la banca extranjera a partir de 2003 . . . . .	132

5.2.2. La rentabilidad y el origen de los ingresos de las entidades financieras . . . . .	136
5.2.3. La orientación del crédito y la financiación al sector productivo .	147
5.2.4. Preponderancia hacia la financiación pública de los inversores institucionales . . . . .	155
5.2.5. La expansión de los mercados financieros y el protagonismo del mercado paralelo de divisas . . . . .	156
<b>6. El comportamiento del sector no financiero y su relación con el capital financiero entre 2002 y 2012</b>	<b>163</b>
6.1. Los efectos de la política cambiaria en el sector no financiero . . . . .	164
6.2. La fuga de capitales del sector no financiero . . . . .	165
6.3. La financiación del sector no financiero entre 2002 y 2012 . . . . .	171
6.4. Los cambios en el origen de las rentas financieras y en la inversión en la post- convertibilidad . . . . .	177
6.5. Vínculo entre el agro y el capital financiero . . . . .	179
<b>7. Los flujos de capital financiero internacional</b>	<b>185</b>
7.1. Necesidades de financiación del Estado . . . . .	185
7.2. Dependencia de las importaciones y fuga de capitales . . . . .	189
7.3. La entrada de capitales . . . . .	193
7.4. Necesidades de financiación externa . . . . .	198
<b>III El resultado de los cambios y continuidades sobre el rol del capital financiero en la dinámica económica en el periodo 2002-2012</b>	<b>205</b>
<b>8. El rol del capital financiero en la dinámica económica en el periodo 2002-2012.</b>	<b>207</b>
8.1. Modificaciones limitadas que no alteran el patrón productivo . . . . .	208
8.2. La relación del capital financiero con las variables que impulsan el crecimiento en la post-convertibilidad: inversión y consumo . . . . .	213
8.3. Inserción internacional ligada al sector primario y su relación con el rol del capital financiero . . . . .	218
8.4. Recuperación parcial en la distribución del ingreso . . . . .	222
8.5. Influencia mutua del Estado interventor y el capital financiero . . . . .	228
<b>9. Conclusiones</b>	<b>235</b>
9.1. Confirmación de hipótesis . . . . .	235
9.2. Principales conclusiones de la investigación. . . . .	236
<b>Anexo estadístico</b>	<b>245</b>
<b>Bibliografía</b>	<b>274</b>





## Índice de gráficos

---

2.1. Tipos de interés nominal promedio mensual, 1993-2001. . . . .	51
2.2. Porcentaje de intereses en beneficio antes de impuestos e inversión neta y bruta en beneficio bruto de explotación (500 grandes empresas), 1993-2001. . . . .	55
2.3. Porcentaje de títulos y préstamos al sector público y al privado, 1990-2001. . . . .	57
2.4. Porcentaje de participación de la inversión en el PIB, 1970-2001. . . . .	61
3.1. Reservas Internacionales del Banco Central en millones de dólares, 2002-2012. . . . .	77
3.2. Formación de activos externos (fuga de capital) trimestral en millones de dólares, 2003-2012. . . . .	92
4.1. Deuda pública (en millones de dólares) y sus indicadores de sostenibilidad, 2002-2012. . . . .	103
4.2. Intereses y servicios de la deuda pública como porcentaje del PIB y como porcentaje de los recursos tributarios, 2000-2012. . . . .	107
4.3. Intereses pagados como porcentaje del Gasto Público, 1990-2012. . . . .	108
4.4. Servicios de deuda como porcentaje de los ingresos corrientes del Estado, 1994-2012. . . . .	109
4.5. Deuda pública con Agencias del Sector Público, 2002-2012. . . . .	111
4.6. Porcentaje de adelantos transitorios del Banco Central en el total de la deuda pública del Estado, 2002-2012. . . . .	112
4.7. Porcentaje de NOBAC y LEBAC en el total de reservas internacionales del Banco Central, 2002-2012. . . . .	113
4.8. Rentabilidad de NOBAC y LEBAC, 2002-2012. . . . .	117
4.9. Tipos de interés de la deuda argentina* y de la deuda del Tesoro estadounidense, 2002-2012. . . . .	118
4.10. Porcentaje de cada instrumento en el total de la deuda pública, 1992-2012. . . . .	120
4.11. Montos efectivos negociados anualmente de los tres instrumentos con mayor volumen de negociación en millones de pesos, 1990-2012. . . . .	121
5.1. ROE del Sector financiero*, de la industria** y de todos los sectores de la economía***, 2003-2012 . . . . .	137
5.2. Resultados del Sector Financiero como porcentaje del activo neto*, 2003-2012. . . . .	138

5.3. ROE de grupos de entidades bancarias a diciembre de cada año, 2006-2012. . . . .	139
5.4. ROA de grupos de entidades bancarias a diciembre de cada año, 2006-2012. . . . .	139
5.5. Porcentaje de NOBAC y LEBAC en el total de títulos públicos en las entidades financieras, 2004-2012. . . . .	141
5.6. Tipos de interés activo, tipo de interés depósitos y tipo de interés real, 1994-2012. . . . .	142
5.7. Tipos de interés nominales anuales (porcentaje), 1994-2012. . . . .	143
5.8. Tipos BAIBAR y LIBOR nominal anual, 2003-2012*. . . . .	145
5.9. Porcentaje de los resultados por ajuste de CER y CVS sobre el total del margen financiero*, 2003-2007. . . . .	146
5.10. Porcentaje de crédito interno en el PIB en Argentina, 2003-2012. . . . .	148
5.11. Porcentaje de crédito interno al sector privado en el PIB, 2003-2012. . . . .	149
5.12. Porcentaje de activos de las entidades financieras en el total, 2002-2012. . . . .	150
5.13. Porcentaje de cada tipo de crédito en el total*, 2002-2012 . . . . .	151
5.14. Evolución índices bursátiles, 1999-2012. . . . .	157
6.1. Fuga de capitales en millones de dólares, 2003-2012. . . . .	167
6.2. Crédito interno al sector privado e inversión como porcentaje del PIB, 1990-2012. . . . .	171
6.3. Stock de endeudamiento externo privado * en millones de dólares, 2002-2012 . . . . .	172
6.4. Participación de distintos tipos de endeudamiento en la deuda externa total del sector privado, 2002-2012. . . . .	173
6.5. Inversión bruta fija e inversión en equipo durable como porcentaje del EBE, 1993-2007. . . . .	175
6.6. Autofinanciación de la economía, 1993-2012. . . . .	176
6.7. Intereses y otras rentas financieras como porcentaje de los beneficios (500 grandes empresas), 1993-2012. . . . .	178
6.8. Composición de la inversión bruta interna fija, 2002-2012. . . . .	178
6.9. Porcentaje de la inversión en maquinaria y equipo en la IBIF, 2002-2012. . . . .	180
7.1. Servicios de deuda externa en millones de dólares, 1990-2012 . . . . .	188
7.2. Importaciones e IBIF en millones de pesos, 2002-2012. . . . .	190
7.3. Porcentaje de bienes durables importados en el total de inversiones en bienes durables, 2002-2012. . . . .	191
7.4. Dividendos netos repatriados en millones de dólares, 2002-2012. . . . .	192
7.5. Saldo de cuenta de capital y financiera en millones de dólares, 1992-2012. . . . .	194
7.6. Inversiones extranjeras totales en millones de dólares, 1992-2012. . . . .	196
7.7. Composición de la IED en millones de dólares, 1992-2012. . . . .	197
7.8. Salida de capital financiero en millones de dólares*, 2002-2012. . . . .	201
8.1. Participación de industria e intermediación financiera en el PIB, 1993-2012. . . . .	209

8.2. Variación interanual de la participación en el valor añadido de la intermediación financiera y la industria manufacturera, 2002-2012. . . . .	212
8.3. Consumo e inversión como porcentaje del PIB, 2002-2012. . . . .	214
8.4. Variación interanual del consumo y la inversión, 2003-2012. . . . .	215
8.5. Porcentaje de capitalización bursátil en el PIB, 1994 - 2012. . . . .	217
8.6. Inversión en equipo durable nacional e importado sobre el total de la IBIF, 2002 - 2012. . . . .	220
8.7. Porcentaje de beneficios y remuneración al trabajo asalariado sobre el valor añadido, 1993-2012. . . . .	225
8.8. Dividendos pagados en efectivo como porcentaje del PIB, 1992-2012. .	227



## Índice de cuadros

---

1.1. Cuadro de indicadores. . . . .	38
2.1. Activos externos del sector no financiero en millones de dólares, saldos acumulados al final de cada año, 1991-2001. . . . .	54
2.2. Saldos de valores y préstamos en moneda extranjera a diciembre de cada año (miles de pesos), 1990- 2001 . . . . .	56
2.3. Necesidades y fuentes de financiación (millones de dólares), 1992-2001	59
4.1. Intereses capitalizados* y cupones ligados al PIB**, millones de dólares.	105
4.2. Coste implícito de la Deuda del Sector Público Nacional. . . . .	109
5.1. Rentabilidades del conjunto de entidades financieras bancarias y no bancarias según tipo de entidad en 2002. . . . .	130
5.2. Resultado de conjunto de entidades financieras bancarias y no bancarias en 2002, en millones de pesos. . . . .	131
5.3. Cantidad de entidades financieras, 2003-2012. . . . .	132
5.4. Conglomerados financieros en 2004. . . . .	134
5.5. Conglomerados financieros en 2010. . . . .	135
5.6. Grupos financieros (conglomerados) que más vende entre los primeros 50 en 2012 . . . . .	145
5.7. Bancos que más ganaron entre las primeras 100 empresas en 2012 . .	147
5.8. Participación relativa de cada actividad económica en el total de financiaciones en porcentaje, 1990-2012. . . . .	152
6.1. Stock de activos externos del sector no financiero en millones de dólares, 2001-2012. . . . .	165
6.2. Financiación de empresas del sector no financiero a través del mercado de capitales en millones de dólares, 2002-2012. . . . .	174
7.1. Activos externos del sector no financiero en millones de dólares, saldos acumulados al final de cada año, 1991-2001. . . . .	194
7.2. Necesidades de financiación y fuentes en millones de dólares, 2002-2012.	199
8.1. Importaciones, consumo y su diferencia como porcentaje del PIB, 2002-1993. . . . .	218
1. Balances de 500 grandes empresas, 1993-2012 . . . . .	246
2. Reservas internacionales del Banco Central, 2002-2012 . . . . .	247

3.	Indicadores de sostenibilidad de la Deuda Pública . . . . .	248
4.	Operaciones de gobierno (clasificación económica), en moneda nacional a precios corrientes, 1990-2012 . . . . .	249
5.	Deuda pública por instrumento, 1992-2012 . . . . .	250
6.	Volumen anual negociado por instrumento financiero en pesos corrientes, 1993-2011 . . . . .	251
7.	Activos de empresas industriales que cotizan en Bolsa, 2005-2012 . .	252
8.	Rentabilidad de empresas industriales que cotizan en Bolsa, 2005-2012	253
9.	Resultados del Sistema Financiero, 2002-2012 . . . . .	254
10.	Balance del Sistema Financiero, 2002-2012 . . . . .	255
11.	Préstamos de las entidades financieras (fin de período en millones de pesos, 2003-2012 . . . . .	256
12.	Obligaciones con el exterior del sector privado no financiero - por tipo de deuda en millones de dólares estadounidenses, 2001-2012 . . . . .	257
13.	Inversión Bruta Interna Fija: valores trimestrales en millones de pesos, a precios de 1993, 1993-2012 . . . . .	258
14.	Oferta y demanda Globales: valores trimestrales en millones de pesos a precios de 1993, 1993-2003 . . . . .	259
15.	Oferta y demanda Globales: valores trimestrales en millones de pesos a precios de 1993, 2004-2012 . . . . .	260
16.	Producto interno bruto, millones de pesos a precios de 1993 (1993-2001)	261
17.	Producto interno bruto, millones de pesos a precios de 1993 (2002-2012)	262
18.	Balanza de Pagos, millones de dólares estadounidenses, 1992-2012 .	263
19.	Generación del ingreso total en la economía, en millones de pesos a precios corrientes, 1992-2012 . . . . .	264

## Lista de Siglas

---

ABA: Asociación de Bancos Argentinos	Empresas
ABAPPRA: Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina	FBK: Formación Bruta de Capital
ADEBA: Asociación de Bancos Privados de Capital Argentino	FGS: Fondo de Garantía de Sustentabilidad
ADR: <i>American Depositary Receipt</i>	FMI: Fondo Monetario Internacional
AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos	IAMC: Instituto Argentino de Mercado de Capitales
AFJP: Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones	IBIF: Inversión Bruta Interna Fija
AN: Ahorro Nacional	IED: Inversión Extranjera Directa
ANSES: Administración Nacional de la Seguridad Social	INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos
BAI: Beneficios antes de Impuestos	LEBAC: Letras del Banco Central
BAIBAR: Buenos Aires <i>Interbank Offered Rate</i>	LIBOR: <i>London InterBank Offered Rate</i>
BBE: Beneficio Bruto de Explotación	MECON: Ministerio de Economía y Finanzas Públicas
BCRA: Banco Central de la República Argentina	MOA: Manufacturas de Origen Agropecuarias
BM: Banco Mundial	MOI: Manufacturas de Origen Industrial
BNA: Banco de la Nación Argentina	NOBAC: Notas del Banco Central
CEDEAR: Certificado de Depósito Argentino	OPA: Oferta Pública de adquisición
CEPAL: Comisión Económica para América Latina y el Caribe	PAMI: Programa de Atención Médica Integral
CEPED: Centro de Estudios de Población Empleo y Desarrollo	ROA: <i>Return on Assets</i>
CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia	ROE: <i>Return on Equity</i>
CNV: Comisión Nacional de Valores	SAFJP: Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones
CVS: Coeficiente de Variación Salarial	SSN: Superintendencia de Seguros de la Nación
ENGE: Encuesta Nacional de Grandes	UIA: Unión Industrial Argentina





### **El capital financiero en la dinámica económica argentina entre 2002-2012. Los efectos de la política económica en la post-convertibilidad.**

La nueva orientación de las medidas de política económica en Argentina a partir de 2002 dio lugar a que se especulara con un cambio profundo en el funcionamiento de su economía. En la década de 1990 las políticas de ajuste aplicadas en el marco de la renegociación de la deuda externa, contribuyeron a la gravitación de la dinámica económica en torno al capital financiero. La deuda pública se convirtió en el eje de la actividad especulativa, por su papel destacado en el ingreso de capitales extranjeros que elevaban los tipos de interés ante la necesidad de aumentar su atractivo. El endeudamiento público permitía el sostenimiento de la política económica, el pago de los servicios de la deuda pública, el déficit comercial y la fuga de capitales del sector no financiero. A partir de la implementación de las nuevas medidas y de la mejora de los datos macroeconómicos del país, desde el discurso oficial, se afirmó la interrupción de este circuito y, con ello, el desplazamiento del capital financiero del centro de la escena económica. No obstante, la existencia de opiniones contrarias a las bondades de estas medidas y a la afirmación de cambio justifican el interés de esta investigación.

En este trabajo se aborda el análisis del alcance del cambio de las medidas de regulación entre los años 2002 y 2012, centrándose concretamente en los efectos que ha tenido sobre el capital financiero. El objeto de estudio de esta investigación es constatar si se produjo un desplazamiento del capital financiero del centro de la dinámica económica en este periodo. El trabajo se divide en tres partes. La primera parte incluye los capítulos que contienen la revisión bibliográfica, el análisis de lo sucedido en la década de 1990 y el conjunto de medidas de política económica con efectos en el ámbito financiero tomadas a partir de 2002. Estas son: la devaluación, el rescate financiero, las políticas monetaria y cambiaria, la reestructuración de la deuda en *default*, la nacionalización del sistema previsional de capitalización, los controles del mercado de divisas, la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central y la ley del mercado de valores. La segunda parte de esta tesis incluye los capítulos en los que se aborda el análisis de las variables desde las que se evaluó la centralidad del capital financiero en la dinámica económica. Ellas son: el papel de la deuda pública, el vínculo del sector no financiero y el ámbito productivo, el vínculo entre el sector no financiero y el capital financiero, los flujos internacionales de capital, la rentabilidad del capital financiero y la relación con el Estado. En la tercera parte de la tesis se integran los elementos analizados de la segunda parte a los ámbitos de la dinámica económica que se consideraron los más relevantes para explicar su funcionamiento y que, a su

vez, estaban más estrechamente relacionados con nuestro objeto de estudio.

Los resultados a los que se han llegado, a través de esta investigación, se relacionan con el alcance del cambio en la orientación de las políticas económicas analizadas y con el capital financiero en la dinámica económica argentina. Se ha concluido que el alcance de los cambios de la regulación en el ámbito de las finanzas ha sido limitado y el capital financiero no ha sido desplazado de su posición central en la dinámica económica argentina en el periodo que va desde 2002 a 2012. Esta última afirmación se sostiene en base a la confirmación del rol central de la deuda en el ámbito especulativo (pese a dejar de ser el mecanismo de atracción de capitales extranjeros), la existencia de una débil conexión entre sector financiero y el ámbito productivo, y la continuidad de la fuga de capitales (como condicionante de las necesidades de financiación de la economía). Se confirmó también la continuidad de las elevadas rentabilidades del capital financiero y la continuidad de su vínculo con el Estado. Se ha corroborado, además, que existe una mutua influencia entre el capital financiero y los ámbitos de la dinámica económica que se han incluido en esta investigación.

### **The financial capital in the economic dynamics of Argentina between 2002 and 2012. The effects of the post convertibility economic policy.**

The new orientation of the economic policies in Argentina from 2002 caused speculations about a profound change in the mechanism of its economy. In the 1990s, the policies of structural adjustment that were applied in the context of the renegotiation of the foreign debt contributed to the gravitation of the economic dynamics around the financial capital. The public debt became the central axis of the speculative activity because of its major role in the income of foreign capitals that raised the tax types faced with the need to enhance their appeal. The public debt allowed for the sustainment of the economic policy; the payment of the public debt services, the trade deficit and the flight of capitals from the non financial sector. Based on the implementation of the new measures and the improvement of the macroeconomic data of the country, the government assured the interruption of the circuit and, with that, the interruption of the displacement of the financial capital from the center of the economic scene. Nevertheless, the existence of opposing views on the good intention of these measures and the assurance of change justify the interest of this investigation.

This work addresses the analysis of the extent of the change in the regulation measures in the period between the years 2002 and 2012, focusing specifically on their effect on the financial capital. The object of study of this research is to verify if there was a displacement of the financial capital from the center of the economic dynamic in this period. This work is organized in three parts. The first one includes the chapters that have the literature review, the analysis of the course of events that took place in the 1990s, and the set of economic policy measures that had an effect on the financial scope from 2002. These measures are the currency devaluation, the financial rescue, the monetary and exchange policies, the restructuring of the public debt that is in default, the nationalization of the pension system of capitalization, the control of the exchange market, the reform of the Central Bank Charter and the law of the stock market. The second part of this thesis includes the chapters in which we address the analysis of the variables from which the centrality of financial capital in the economic dynamic was assessed. These are the following: the role of the public debt, the relationship between the non financial sector and the production sector, the relationship between the non financial sector and the financial capital, the flow of foreign capitals, the financial profits, and relationship between the financial capital and the State. In the third part, the elements of the second part are integrated with the scopes of the economic dynamic that were considered most relevant for explaining its functioning and were most directly

related with our object of study.

The results achieved through this research are related to the extent of the change in the economic policies analyzed, and to the financial capital in the dynamics of the Argentinean economy. It has been concluded that the extent of the changes in the regulations of finances have been limited, and the financial capital has not been displaced from its central position in the dynamics of Argentinean economy during the period between 2002 and 2012. This last affirmation is supported by three results: the verification of the central role of the debt in the speculative scope (despite the fact that this is not used as a mechanism to attract foreign capitals anymore), the existence of a weak connection between the financial sector and production sector, and the continuity of the flight of capitals (as a conditioning element of the need for funding of the economy). The continuity of the high profits of the financial capital and the continuity of its relationship with the State have also been verified. It has been corroborated, additionally, that there exists an interaction between the financial capital and the scopes of the economic dynamics that have been included in this research.

## Introducción

---

El comienzo del nuevo siglo fue un momento de suma convulsión social, económica y política para la sociedad argentina. En diciembre de 2001 se produce el estallido de una de las crisis de mayor envergadura para el país. Las imágenes de la situación por la que atravesaban los argentinos viajaron alrededor del mundo. En ellas se reflejaba el cansancio de un pueblo que expresaba su frustración a través de saqueos, “cacero-lazos” y el ataque violento a todos los símbolos de poder político en manifestaciones que acaban en represión y, en más de una ocasión, en muerte. La pobreza había alcanzado a casi la mitad de las 36 millones de personas que habitaban suelo argentino ese diciembre rojo. En octubre de 2001, según la Encuesta Permanente de Hogares, el 38,3 % de los habitantes de los principales conglomerados urbanos se hallaba por debajo de línea de pobreza, ese porcentaje se elevaba al 53 % en mayo de 2002.

El estallido social del 19 y 20 de diciembre hizo pensar a quienes vivíamos allí que el fin del mundo había llegado. Fue la manifestación más visceral del hartazgo de quienes habían vivido el resultado de dos décadas y media en las que se sucedieron una dictadura que violó la dignidad humana en todos los sentidos, una vuelta a la democracia caracterizada por crisis intermitentes que damnificaban una y otra vez a la parte menos beneficiada de la sociedad y, finalmente, las calamidades del ajuste fondomonetarista.

La estampa del caos argentino hizo pensar a sus observadores, dentro de los que se encontraban desde líderes mundiales, miembros de organismos internacionales, académicos y periodistas, hasta el señor o la señora que leen el periódico en el bar, que Argentina no podría salir de esa situación fácilmente. Años pasarían antes de que “las cosas volvieran a la normalidad”.

Sin embargo, la recuperación de la economía argentina de tan profunda crisis (financiera, económica y política) sucedió de forma rápida y con resultados de significativa importancia. En 6 meses la economía había comenzado a crecer y ya se hablaba de “milagro”. Como sucede en estos casos, varias tesis salieron a la luz sobre los resortes de tan espectacular recuperación.

Las primeras explicaciones se hallaron en la profundidad de la crisis, que había bajado mucho el listón del cuál partía la recuperación. Es así como se atribuyó la causa fundamental de la veloz mejora a la propia profundidad del derrumbe. Anne Krueger, quien ocupaba la presidencia del Fondo Monetario Internacional por aquellos años, así lo manifestó en su discurso del 3 de Marzo de 2004, en el cual sostenía que el crecimiento que se estaba viviendo en aquel momento en Argentina era producto de

la caída acumulada entre 1999 y 2002<sup>1</sup>. La continuidad del crecimiento de la economía desmintió la idea de que sólo se trataba de una cuestión temporal como efecto “rebote” de la caída.

Mucho se habló del “viento de cola”, expresión con la que se hacía referencia al favorable contexto económico internacional, como la causa principal del impulso. El crecimiento se habría debido a las condiciones favorables del entorno económico internacional como los elevados precios de las *commodities* o los bajos tipos de interés. El bajo porcentaje relativo de las exportaciones en el PIB y la desconexión del país con el sistema financiero internacional luego del *default* fueron algunos de los argumentos que se esgrimieron para tachar de insuficiente esta explicación.

En el lado opuesto del cuadrilátero estaban las explicaciones que sostenían que las bondades de la política económica habían sido las responsables de la salida de la crisis. Se destacaba el papel de la suspensión de pagos de la deuda, la devaluación y el conjunto de medidas tomadas inmediatamente después del estallido, entre otras. La clave estaba en la recuperación del mercado interno, el consumo y la sustitución de importaciones. La continuidad del auge, más allá de los primeros años, estaría relacionado con políticas económicas que se diferenciaron, en cierta medida, de las medidas de corte neoliberal implementadas en el periodo anterior (1990-2001). Pero resulta difícil sacar del conjunto de factores que explican la recuperación a las exportaciones, mucho menos si se tiene en cuenta el papel que estas han jugado, a posteriori, en la mejora de las cuentas públicas (a través de las retenciones) y en la acumulación de reservas.

Por lo tanto, la combinación de factores externos (contexto internacional favorable) e internos (política económica) parece ser la justificación más acertada del resurgimiento de la economía argentina de las cenizas.

El crecimiento de la economía, desde entonces, y la evolución favorable de ciertas variables macroeconómicas han sido utilizados como argumentos para justificar un cambio en el proceso económico. En este sentido, el discurso oficial ha sostenido que se habría producido una reorientación hacia la actividad productiva, desplazando al capital financiero de la posición predominante que ostentaba en el periodo de vigencia del Plan de Convertibilidad. El modelo macroeconómico basado en la estrategia neodesarrollista, cuyo eje estaría en el mantenimiento del tipo de cambio competitivo con respecto al dólar estadounidense, y en el mantenimiento del superávit comercial y fiscal, habría conseguido la liberación del yugo que representaban el capital financiero internacional y los organismos internacionales a los que se asocia.

Al respecto se refería el presidente Néstor Kirchner en su discurso del 15 de diciembre de 2005, con motivo del pago de la deuda con el Fondo Monetario Internacional:

La medida puede adoptarse en función de la solidez que el modelo de producción, trabajo y crecimiento sustentable, con inclusión social, que venimos aplicando va adquiriendo. Sin apoyo alguno del Fondo Monetario Internacional y sobre la base de la sustentabilidad del superávit fiscal y externo que mantenemos, así como la solvencia económica lograda<sup>2</sup>.

<sup>1</sup><https://www.imf.org/external/np/speeches/2004/033104.htm> . Consultado el 20/08/2015

<sup>2</sup><http://www.casasosada.gob.ar/discursosnk/24862-blank-41184041>. Consultado el 04/09/2015

Esta investigación nace de la inquietud general, que siempre he tenido como argentina, sobre las razones de la enorme desigualdad social que inmediatamente se percibe en cuanto uno visita cualquier lugar del país. Si bien esta investigación no trata de este tema en concreto, lo que realmente me movilizó a incursionar en el estudio de la economía argentina ha sido esta inquietud.

En un orden menos general, el origen de la investigación se encuentra en las dudas sobre el supuesto cambio que se produce en el país a partir de 2002. Estas dudas se sustentan en el contraste entre algunas medidas de corte heterodoxo y las alianzas latinoamericanas que indicarían la existencia de un cambio (por lo menos en la gestión), versus elementos que lo desmentirían, como los mecanismos para ocultar la subida de los precios cada vez más acuciante, el crecimiento del empleo no registrado y la desigualdad que continúa siendo parte de la postal de sus calles. Los contrastes que se perciben en la realidad argentina de la post-convertibilidad nos remiten a esa pregunta que nos sugiere Marx con respecto a la economía capitalista: ¿lo que aparenta ser es lo que realmente es en la economía argentina? Ciertamente es que en Ciencias Sociales hay muchas formas de leer esa realidad y de interpretarla, pero en el intento de tener mi propia lectura surge la motivación de realizar esta investigación. El tema en concreto sobre el lugar que ocupa el capital financiero en la dinámica económica surge por ser el elemento en el que se ha puesto mayor énfasis en el discurso oficial: la diferencia entre periodos (antes y después de la crisis) está en el resurgimiento de “lo productivo” como contrapartida del desplazamiento de “lo financiero” en el centro de la escena económica.

Esta afirmación parecía verificarse con las elevadas tasas de crecimiento de la economía, en torno al 8 %, y la existencia de algunos indicadores que mostraban tendencias totalmente diferentes a las que seguían antes de la crisis. Algunos de estos indicadores son: la situación favorable del comercio exterior, el saneamiento de las cuentas públicas, la sostenibilidad del pago de la deuda externa con recursos propios, el crecimiento de la inversión, el crecimiento del empleo, la mejora de los salarios respecto a los niveles de comienzos de siglo, la recuperación de los niveles muy elevados de pobreza y desigualdad alcanzados en los años de crisis, la intervención pública, etc.

Sin embargo, hacia 2007 comenzaron a presentarse signos de agotamiento del modelo macroeconómico, la manifestación de ciertos problemas estructurales que se decían resueltos se proyectaron en la reaparición de la inflación, la caída del superávit de la cuenta corriente y del déficit público. Por otro lado, otras cuestiones ayudaron a reforzar las dudas que se cernían sobre la profundidad de los cambios, como las elevadas rentabilidades financieras, la vuelta a escena de la fuga de capitales y el debate sobre la tesis del “desendeudamiento”.

A partir de esta inquietud más concreta acerca del verdadero alcance del cambio en la economía argentina, luego de la crisis que se extendió desde 1998 hasta 2001, decidimos realizar esta investigación cuyo objeto de estudio es la actuación del capital financiero en la dinámica económica argentina entre los años 2002 y 2012.

Las preguntas que guiarán esta investigación relacionan los cambios que pudieron realizarse en la orientación de las medidas de política económica y el desplazamiento



del capital financiero de la posición central que ostentaba en el periodo de la convertibilidad. ¿Cuál ha sido la profundidad del cambio del nuevo conjunto de medidas en términos del papel del capital financiero en la economía? ¿Ha sido desplazado de su posición central? Si es así, ¿cuál es la posición que ocupa en este periodo?

Debemos aclarar que el objeto de estudio de este trabajo no es el conjunto de la economía, el hecho de que se haga mención a la dinámica económica o al proceso económico como parte del mismo se justifica por ser el capital financiero una parte inseparable de él, y su comportamiento la manifestación de su relación mutua. Tampoco es objeto de este trabajo realizar una comparación del comportamiento del capital financiero entre periodos, si bien hemos incorporado un apartado de antecedentes, ha sido con el fin de contextualizar lo sucedido en esta nueva etapa. Por último, no se trata tampoco de un estudio del comportamiento del capital financiero en las economías subdesarrolladas<sup>3</sup> a través del estudio de caso argentino, por lo que las conclusiones que de él se extraigan tendrán carácter particular para la economía argentina.

El punto de partida de esta investigación ha sido el trabajo final realizado en el Máster en Economía Internacional y Desarrollo, “El papel de las finanzas en la dinámica económica entre 1976 y 2001”. En donde se planteaba el análisis del capital financiero como centro gravitatorio, sobre el que se articulaba la dinámica económica en la Argentina. Esta situación se ponía de manifiesto en términos cuantitativos, en el crecimiento y dinamismo de la esfera financiera, y en términos cualitativos, por su contribución en la explicación de lo ocurrido en los ámbitos de la estructura económica, la regresión social y la dependencia exterior.

Al tiempo que se realizaba la revisión teórica con la que comenzamos la investigación, y con el objetivo de obtener las primeras pistas a cerca de las variables a partir de las cuales comenzar el análisis empírico, se realizaron dos entrevistas con puntos de vista opuestos sobre el lugar ocupado por el capital financiero en la dinámica económica en nuestro periodo de estudio.

En agosto de 2011, se entrevistó a Felisa Miceli, economista argentina, que ocupó el puesto de Ministro de Economía durante el gobierno de Néstor Kirchner en los años 2005, 2006 y 2007. En el momento de la entrevista, Felisa Miceli ocupaba el puesto de coordinadora de la Asociación Madres de Plaza de Mayo. La exministra contestó positivamente a la pregunta sobre la existencia de un cambio de paradigma a partir de 2002 en la economía argentina. Según Miceli la característica principal del periodo previo, la preponderancia de “lo financiero” sobre “lo productivo”, cambia en este periodo hacia una primacía de “lo productivo” sobre “lo financiero”. Este cambio es producto de las políticas que adoptó el gobierno: el “desendeudamiento” (la reestructuración y la quita que afectan a la deuda en *default*), el fin de la subordinación al Fondo Monetario Internacional (FMI) y la decisión por parte del gobierno de no recurrir a los mercados financieros externos. Afirmaba en la entrevista que “hoy es mejor producir que especular financieramente”<sup>4</sup>.

<sup>3</sup>Utilizaremos el concepto de economía subdesarrollada para caracterizar a la economía argentina en relación a determinados rasgos que adopta, como resultado del desarrollo limitado de sus fuerzas productivas y de su condición de dependiente en el escenario de la economía mundial.

<sup>4</sup>Entrevista a Felisa Miceli realizada en Buenos Aires, el 24 de agosto de 2011.

Se realizó una segunda entrevista en la que Julio Gambina, profesor de Economía Política en la Facultad de Derecho de la Universidad Nacional de Rosario y presidente de la Fundación de Investigaciones Sociales y Políticas (FISYP), expresó ideas opuestas a las enunciadas por Miceli. Julio Gambina nos comentaba, con respecto a lo sucedido durante los años que ocupan esta investigación, que no hubo cambio desde el punto de vista de “las relaciones sociales de producción que rigen en Argentina”, se mantuvieron los cambios estructurales producidos en la década de 1990 y hubo una continuidad en la forma en la que se da el proceso de económico. No obstante, se produce un cambio de política económica, dentro del cual la devaluación, con el traslado del coste de la crisis a los trabajadores, y el no pago de la deuda, el cual alivió la situación de las cuentas públicas hasta el 2005, fueron las medidas de mayor alcance<sup>5</sup>. Para Gambina la continuidad se expresa en la puntualidad de los pagos a los acreedores externos del Estado, y tacha a la reestructuración como el mecanismo de restitución de las relaciones con el sistema financiero internacional.

En resumen, ninguno de los entrevistados cuestionó la existencia de un cambio de orientación de la política económica, pero sí difirieron en los resultados de dicho cambio. Para la exministra de economía, Felisa Miceli, aún al discurso del gobierno, estas medidas de política económica habrían tenido efectos en la posición del capital financiero en la economía argentina. Por el contrario, Julio Gambina, sostiene que el giro que se realiza en política económica no modifica la forma en que se producen las relaciones económicas en este país y, por tanto, la posición del capital financiero no se altera.

En base al énfasis puesto por los entrevistados en las medidas de política económica decidimos que éste debía ser el punto de partida del análisis, como forma de constatar “el giro” y la continuidad de los mecanismos sobre los que se mantenía la posición central del capital financiero en el periodo anterior. Así mismo, constatamos en ambas declaraciones que la deuda pública era una de las primeras cuestiones donde colocar el foco de atención.

El último paso para acabar de dar forma a esta investigación fue en octubre de 2012, durante la estadía realizada en la Universidad de Buenos Aires con el economista argentino Claudio Katz, profesor de la Facultad de Filosofía y Letras e investigador del Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONICET).

Los principales problemas que surgieron en la realización de este trabajo están relacionados con el cambio de metodología del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), para el cálculo de la inflación a partir de 2007. Aunque luego de consultar sobre la validez de las estadísticas a las que este cálculo afecta, especialmente en relación a nuestra investigación, hemos decidido utilizarlas realizando algunas salvedades. Además, como ya mencionaremos en el capítulo teórico, el conjunto de los trabajos sobre la caracterización teórica de las finanzas para países subdesarrollados no es tan abundante como el que existe para los países desarrollados y resulta menos sistematizado. Esto nos obligó a combinar distintos enfoques para conformar el esquema teórico desde el cuál analizar esta parte de la realidad argentina.

---

<sup>5</sup>Entrevista a Julio Gambina realizada en Buenos Aires, el 19 de agosto de 2011.

El análisis del capital financiero se ha realizado desde una visión amplia incorporando todos los espacios en los que interviene en la dinámica económica, para obtener una visión completa sobre su comportamiento y la posición que ocupa en ella. No hemos encontrado trabajos que aborden el análisis del capital financiero en Argentina desde esta visión de conjunto. Los trabajos que hemos tenido la oportunidad de revisar y que tratan el tema de las finanzas en Argentina se centran en tres cuestiones. La primera, el análisis del sistema financiero, más específicamente, trabajos centrados en el comportamiento de las entidades financieras (Damill *et al.*, 2003a,b; Marshall, 2007; Fernández *et al.*, 2012; Cibils y Allami, 2013; Kofman *et al.*, 2011). La segunda dimensión del análisis que hemos encontrado en varios trabajos de investigación ha sido la deuda pública, especialmente estudios sobre la reestructuración de la deuda en suspensión de pagos, y sobre el debate del “desendeudamiento”. En general se trata de trabajos que cuestionan la gestión de la deuda pública, no la posición que ésta ocupa en términos del papel del capital financiero en la escena económica (Damill *et al.*, 2005; Giuliano, 2006; Lo Vuolo y Seppi, 2008). Por último están aquellos trabajos que abordan el estudio de la regulación del sistema financiero o del ámbito financiero, respecto al supuesto giro de la política económica en este periodo (Cobe, 2009; Santarcángelo y Fal, 2010; Frenkel, 2007; Frenkel y Rapetti, 2007) .

En este trabajo se ha realizado un esfuerzo por darle una forma orgánica al análisis del capital financiero, como componente de la dinámica económica que afecta a varios de sus aspectos y cuya función está relacionada con la forma que adopta el proceso de acumulación, teniendo en cuenta, a la vez, que su función también influye en ella, contribuyendo a su reproducción y agravando sus contradicciones.

El análisis se expondrá en tres partes:

La primera parte, titulada “El punto de partida: contextualización teórica de las finanzas, antecedentes y marco regulatorio del ámbito financiero entre 2002 - 2012”, concentrará los capítulos que contienen los elementos desde los que parte el análisis del capital financiero en este periodo, y que contribuyen a la justificación de la relevancia del objeto de estudio. Estos son: el capítulo 1, que contiene la revisión teórica para el abordaje de la investigación, el capítulo 2, en el que se explica la situación del capital financiero previa al 2002, y el capítulo 3, donde se describen los cambios acontecidos en la regulación con efectos en el ámbito financiero.

En la segunda parte se realiza el análisis del comportamiento del capital financiero en sus diferentes ámbitos de actuación, cuya elección se desprende del análisis realizado en los capítulos anteriores, más específicamente desde los capítulos 1 y 2, es decir, desde la revisión y composición del marco teórico, y desde los antecedentes. Para la explicación de lo sucedido en cada uno de estos ámbitos se ha tenido en cuenta el impacto o los efectos que han tenido en cada uno de ellos las medidas descritas en el capítulo 3. Esta segunda parte se titula “El comportamiento del capital financiero en el periodo 2002-2012”, y se compone del capítulo 4, en el que se aborda el estudio de la deuda pública y el vínculo que existe entre el Estado y el capital financiero, el capítulo 5, en el que trataremos lo ocurrido en el sector financiero, el capítulo 6, en el incluimos la perspectiva del capital financiero desde el sector no financiero, y el capítulo 7, donde se encuentra el análisis del papel del capital financiero internacional en

relación a las necesidades de financiación de la economía argentina.

En la tercera parte de la tesis titulada “El resultado de los cambios y continuidades sobre el rol del capital financiero en la dinámica económica en el periodo 2002-2012” se incluye al capítulo 8. En él se integraran las variables analizadas en los capítulos 4, 5, 6 y 7 en relación con los principales ámbitos de la dinámica económica argentina, a partir de lo cual obtendremos las conclusiones finales de este trabajo.

Procederemos al cierre de este trabajo con el capítulo 9, en el que enumeraremos las conclusiones de la investigación.

Consideramos que nuestra investigación puede arrojar algo de luz a la realidad vivida en Argentina desde aquel fatídico diciembre de 2001 y esperamos que pueda ser el punto de partida de futuras investigaciones. Desde un punto de vista más concreto, pensamos que la perspectiva holística desde la que se encara el análisis del capital financiero es su mayor aportación. Dicho esto, comenzaremos nuestro trabajo abordando los aspectos teóricos de los cuales nos hemos servido para realizar el análisis de nuestro objeto de estudio.



## **Parte I**

**El punto de partida: Contextualización teórica de las finanzas, antecedentes y marco regulatorio del ámbito financiero entre 2002-2012.**



## **Aspectos teóricos y metodología de la investigación.**

---

El estudio del rol del capital financiero en la economía argentina ha resultado ser un tema de difícil abordaje desde el punto de vista teórico, puesto que resulta un caso complejo que no se ajusta en su totalidad a los enfoques teóricos que abordan el estudio de las finanzas, al tratarse de una economía subdesarrollada. Los trabajos que se dedican a la caracterización teórica del comportamiento del capital financiero en este tipo de países no son tan numerosos y, en general, utilizan enfoques teóricos nacidos del análisis de las economías desarrolladas, cuyas realidades son significativamente diferentes.

Para intentar subsanar estas dificultades hemos realizado una selección de diferentes enfoques, de los que hemos utilizado aquellos elementos que nos resultaron útiles para analizar el rol del capital financiero en la dinámica económica. Ello nos permitirá constatar si se ha producido o no un desplazamiento del lugar preponderante de las finanzas en la economía Argentina a lo largo del periodo que se extiende de 2002 al 2012.

Este capítulo se divide en tres epígrafes en los que se abordarán las cuestiones previas al análisis empírico de nuestra investigación. En primer lugar, mencionaremos los distintos enfoques teóricos desde los que se abordará el análisis de nuestro objeto de estudio, lo que nos permitirá obtener elementos para la conceptualización y definición de nuestras hipótesis de trabajo. En el segundo epígrafe de este capítulo enunciaremos los objetivos y las hipótesis de investigación. Por último, el tercer epígrafe está dedicado a la propuesta metodológica desde la que abordaremos dicho análisis empírico.

El primer epígrafe se divide en otros tres, el primero se centrará en la revisión teórica de Karl Marx, cuyo análisis de la realidad económica incluye variables sociales que consideramos imprescindibles para su comprensión, además de resultarnos el análisis más fértil como punto de partida para la conceptualización del capital financiero. También incluimos en este apartado el trabajo de Rudolf Hilferding, por ser ineludible en la revisión para comprender la evolución del papel del capital financiero en la economía mundial.

En segundo término, se abordará el debate teórico actual sobre las finanzas, en el que incluiremos los enfoques de la financiarización, desde los autores que han analizado el fenómeno a partir de lo sucedido en los países desarrollados, los trabajos que intentan definirlo para los países subdesarrollados y aquellos que han utilizado sus herramientas analíticas para estudiar la financiarización en Argentina. De esta revisión se desprenden ciertos elementos para el análisis. El primero es la caracterización de



las finanzas en la actualidad, en estos trabajos se han definido ciertas tendencias y características ausentes en las épocas en las que realizaron sus obras Marx y Hilferding. Además a partir de esta revisión se han seleccionado los factores explicativos principales de nuestro objeto de estudio y los indicadores que hemos utilizado en el análisis empírico, si bien desde nuestro punto de vista, los aspectos teóricos generales son de difícil aplicación para el caso argentino. Por esta razón, no utilizaremos el término financiarización para definir el papel del capital financiero en el proceso económico argentino.

Por último, se realizará un balance del conjunto de las aportaciones del que se desprende la definición de los conceptos principales que se utilizan en esta investigación.

## **1.1 Revisión teórica en torno a las finanzas.**

La decisión acerca de qué enfoques teóricos incluir ha sido tomada luego de realizar la revisión de varias tradiciones que abordan el estudio del capital financiero y su ámbito de actuación, las finanzas.

Como resultado de dicha revisión, hemos decidido dejar fuera de discusión los enfoques, vinculados principalmente a la economía ortodoxa o convencional, que en su análisis conciben que el dinero y las finanzas carecen de impacto determinante, al menos en el largo plazo, en la dinámica económica. Esta concepción se basa en las premisas de dinero neutral y exógeno (oferta de dinero regulada por la autoridad monetaria), y en la idea de finanzas como un conjunto de mercados de bienes particulares. El problema se reduce al control de la inflación, como fenómeno monetario, a través de una política monetaria restrictiva, que permitirá la formación de una base estable para la expansión de la actividad económica, de forma que puedan planearse de manera confiable las transacciones comerciales presentes y futuras. La restricción monetaria tiene impacto en el aumento de los tipos de interés y, con ello, en los mercados financieros, lo que permitirá una mayor eficiencia en la producción por orientar las inversiones a las actividades más rentables. Se trata de un instrumento que puede influir en la actividad productiva y en el empleo, pero no existe entre ellos un vínculo de relación mutua directa.

El hecho de que no consideren la relación de mutua influencia entre las finanzas y el resto de actividades que conforman la dinámica económica, como variable fundamental para comprender su funcionamiento, ha tenido importantes consecuencias en aquellas economías en las que se aplicaron medidas de corte monetarista basadas en las premisas antes mencionadas<sup>6</sup>. Esta visión de las cuestiones monetarias y financieras le quita fuerza explicativa como enfoques a ser utilizados para nuestra investigación.

La perspectiva que se adopta en este trabajo es la del análisis de la Economía Política, perspectiva desde la cual, la economía es la ciencia que estudia las leyes que rigen la producción, consumo, distribución y reproducción de los medios de vida de la

---

<sup>6</sup>El monetarismo fue una de las bases sobre las que se apoyaron las medidas de ajuste y de estabilización del Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco Mundial (BM), el Consenso de Washington, impuestas en la renegociación de la deuda externa de los países latinoamericanos en los años 80.

sociedad. Partiendo de esta tradición, se ha tenido en cuenta que los enfoques teóricos seleccionados incluyeran dos perspectivas que, a nuestro parecer, son necesarias para el análisis del objeto de estudio: en primer lugar, el dinero y capital financiero como variables que integran la dinámica económica y que, por ende, son fundamentales para su comprensión; y en segundo lugar, la inclusión de los sujetos sociales y sus relaciones, como variables necesarias para el análisis de la realidad.

Comenzaremos por las aportaciones de Karl Marx, por considerarlo el enfoque que mejor integra las dos cuestiones, y las aportaciones de Rudolf Hilferding, quien continúa el análisis de Marx, desde la visión del sujeto que conduce el proceso de acumulación en un momento en el que se iniciaba el proceso de internacionalización de capital.

En segundo lugar, nos centraremos en un grupo de autores cuyas disertaciones forman parte del debate actual sobre el capital financiero, centrado en una de las características del periodo en el que se desarrolla nuestra investigación: la expansión que sufren las finanzas en la economía mundial. Posteriormente, realizaremos un balance de dichas aportaciones incorporando algunos elementos, lo que nos permitirá el estudio del comportamiento del capital financiero y su papel en la realidad económica para el caso argentino.

En definitiva, el encuadre teórico se presentará a partir de las aportaciones que consideramos necesarias para abordar el análisis del objeto de estudio concreto de esta investigación, esto es: aquellas categorías de análisis útiles para ayudar a comprender la actuación del capital financiero en la dinámica económica argentina entre 2002-2012, atendiendo muy especialmente al vínculo que esta actuación tiene con los cambios que ha supuesto el giro de la política económica. El desarrollo de la argumentación de los distintos enfoques se realizará teniendo en cuenta el tratamiento que los mismos hacen de nuestro objeto de estudio.

### **1.1.1 Las aportaciones de Karl Marx y Rudolf Hilferding como punto de partida**

En este apartado nos centraremos en las aportaciones de Karl Marx, como punto de partida de la conceptualización de capital financiero y de su papel en el proceso de acumulación, y en las aportaciones de Rudolf Hilferding como el primer acercamiento a las características que adopta durante el comienzo del proceso de internacionalización a principios del siglo XX.

Si bien Marx hace una crítica de la Economía Política, su análisis sigue los mismos objetivos que esta tradición, busca la comprensión del proceso de acumulación del capital, cuál es el papel que en él cumple la generación de excedente (que para él toma la forma de plusvalía), y cómo se lleva a cabo su distribución en la sociedad, lo que determinará en qué medida este excedente se reincorporara al proceso para permitir su reproducción. Además de sumarnos a esta visión para la comprensión de la realidad, en términos generales, consideramos especialmente fértiles en su análisis, la incorporación que hace de los componentes sociales, así como la idea de que la explicación de lo que sucede en ella está en la dinámica de los elementos internos

que componen dicha realidad económica.

Para Marx el análisis de la esfera financiera es abordado desde una perspectiva hostil, entendida como parte del modo de producción capitalista, imprescindible para la comprensión de su funcionamiento por tratarse de una pieza clave en su reproducción y, al mismo tiempo, por contribuir a acentuar sus contradicciones.

Podríamos decir que en su análisis Marx va desarrollando el papel de la dimensión financiera a través de la explicación del funcionamiento del sistema capitalista. Parte de la definición de dinero como equivalente general<sup>7</sup> de las mercancías, para luego explicar cuál es su función dentro del proceso de acumulación capitalista, a través del paso de dinero a capital. Mediante la incorporación del sistema crediticio, se completa el análisis, y se incluye la categoría de capital ficticio, todo ello como resultado del propio desarrollo de la lógica del sistema<sup>8</sup>.

Consideramos como primer aspecto a destacar en este enfoque la concepción del dinero como producto del proceso económico, en la medida en que expresa el valor de las mercancías, lo que implica que su nacimiento se halle en el desarrollo de intercambio como expresión de la producción social centrada en la mercancía. De esta concepción se desprende su principal función social; la validación de los trabajos privados, y de esta función social asociada al papel que desempeña en la circulación, surgen las 5 funciones del dinero en Marx (Marx, 1867). Las 3 grandes funciones son: medida de valor, medio de cambio o de circulación y reserva de valor (atesoramiento). De esta última se desprenden otras dos funciones, medio de pago y moneda universal (medio de pago en las transacciones internacionales). Se trata de funciones mutuamente complementarias, son expresión de relaciones sociales particulares (Gill, 2002).

Estas funciones son fundamentales en la explicación del surgimiento del sistema crediticio y la existencia de las crisis para esta tradición.

Marx sostiene que estas funciones son las que determinan el papel del dinero en la dinámica económica, y en ellas queda patente el vínculo que existe con la actividad productiva. La cantidad de dinero, que se requiere como medio de circulación, está determinada por el valor de las mercancías a circular, es la ley del valor la que regula la actividad económica definiendo el nivel de los precios en función del tiempo de trabajo. Según Marx, la existencia del dinero crédito y la función de la demanda de dinero a lo largo del ciclo económico, tienen como base explicativa estas funciones (atesoramiento, medio de pago a acreedores y deudores).

Si bien hoy en día, algunas afirmaciones realizadas por este autor han perdido vigencia o han evolucionado volviéndose más complejas, lo que intentamos rescatar es el hilo argumental que lo lleva a plantear el vínculo que existe entre el dinero y el

---

<sup>7</sup>Mercancía a la que socialmente se le asigna la función específica de ser medida del valor de todas las demás mercancías y, por ello, intercambiable por todas ellas. La moneda es una categoría histórica y social específica de la producción mercantil, desarrollada simultáneamente con las categorías de mercancía y valor (Gill, 2002). "Es una mercancía a la que todas las demás le han dado el estatuto de moneda, un estatuto cualitativamente diferente del de simple mercancía, ya que todas las mercancías deben poder transformarse en ella para que sea reconocida su existencia social" (Gill, 2002, p.184).

<sup>8</sup>Una exposición similar realiza Evans para concebir el punto de partida de la teoría monetaria de Marx, teniendo en cuenta la "relación de la mercancía" o teniendo en cuenta "la relación del capital." (Evans, 2000)

proceso de acumulación: se trata de una visión que va más allá de su función en el intercambio de bienes en el mercado.

En este sentido, uno de los aspectos más cuestionados de la teoría del dinero en Marx ha sido la inexistencia, en la actualidad, de una mercancía como los metales preciosos, que respalde al papel dinero. El patrón oro ya no existe y el papel moneda ya no está respaldado por dichos metales. Katz (2002) comenta, en este sentido, que es el nivel de productividad (siendo esta la expresión del desarrollo tecnológico, la cualificación de la fuerza de trabajo, etc.) prevaleciente en las economías lo que está por detrás de la posición de las monedas de cada país. Así mismo, (Harvey, 2014, p.75) afirma:

Las turbulencias en los mercados monetarios internacionales tienen algo que ver con las diferencias en productividad material en distintas economías nacionales. La compleja relación entre las formas de dinero existentes y los valores de las mercancías postulada por Marx sigue todavía entre nosotros y muy abierta a la línea de análisis que él exploró, aunque su apariencia actual sea muy diferente.

Evans (2000), por su parte, sostiene que, según Marx, para que el dinero represente el valor de las mercancías debe ser seleccionado por un proceso social. Por esta razón el dinero mercancía es sustituido como resultado de la innovación y las transformaciones sucedidas en el sistema financiero internacional; y su sustitutivo puede ser considerado, igualmente, representante del tiempo de trabajo abstracto.

Siguiendo con el desarrollo de Marx, en segundo lugar, destacamos el concepto de capital dinero cuya definición es concebida desde una perspectiva del ciclo de valorización del capital, en coherencia con el lugar que las cuestiones financieras ocupan en el funcionamiento de la economía capitalista.

El dinero como capital interviene en los periodos de circulación del ciclo D-M-P-M'-D'<sup>9</sup>, ya sea como capital dinero adelantado o capital dinero resultado de la realización de las mercancías producidas. El capital dinero es una de las formas que adopta el capital en el curso de su proceso de valorización, que representa el ciclo que acabamos de mencionar, la reproducción y acumulación de capital implican que el capital se mueve a través de varias formas -capital dinerario, capital productivo, capital mercantil y, de nuevo, capital dinerario (Marx, 1885). El dinero es considerado "capital" en el momento en que su consumo es productivo, cuando tiene lugar su intercambio por fuerza de trabajo. En este proceso su función como "capital" es acrecentarse a través del movimiento continuo de la obtención de excedente (que para Marx toma forma de plusvalía), objetivo último de los capitalistas, a través de la explotación de la fuerza de trabajo que se da en el seno del proceso de producción (Gill, 2002).

En el momento en que Marx introduce en su análisis múltiples capitales que se vinculan a través de la competencia, aparece también la idea de capitales dedicados a actividades relacionadas a diferentes fases del ciclo del capital: el capital industrial -vinculado a la producción de mercancías-, el capital comercial -dedicado a la circulación de mercancías-, y el capital financiero -que se vincula con la circulación de dinero

---

<sup>9</sup>Para Marx el capital es una relación social, que forma parte de un proceso, y adquiere diferentes formas expresadas en su ciclo.

(Evans, 2000; Gill, 2002). Marx define a este último como la fracción de capital cuya función es la financiación del proceso de producción y de la realización de la mercancía obtenida en el mismo. Como todo capital, su razón de ser es la obtención de plusvalía, aunque no participa en su creación. Esta noción es el punto de partida de la definición del concepto de capital financiero que se utilizará en este trabajo.

Surge así la categoría capital de préstamo o a interés, que no es más que el capital que financia al resto de los capitales a cambio de una participación en la plusvalía (interés). Marx explica su origen como consecuencia de la división entre capitalistas pasivos y activos, es decir, entre la propiedad y la función del capital. Los primeros confían a los segundos su capital para su valorización, bajo la forma de préstamo. La ganancia se divide en dos: la que remunera al propietario del capital, el interés, y la que conserva el capitalista activo, ganancia del empresario.

Los bancos son los que suelen llevar a cabo esta función, en virtud de la cual se convierten en creadores de dinero y administradores del capital dinerario prestable<sup>10</sup>. Se devela, así, la idea de oferta monetaria endógena presente en Marx, puesto que ésta se crea a partir de los requerimientos de crédito de los capitalistas para llevar adelante su ciclo productivo.

Es también analizada por Marx la aparición de las empresas por acciones como una expresión más elevada de esta división entre capitalistas pasivos y activos, en la medida en que los que aportan el capital no son los que llevan adelante la gestión empresarial. Así, los dividendos se convierten en una categoría más de interés, como el precio que se paga por la obtención de capital dinerario.

En el caso del capital financiero, el ciclo se reduce a D-D', dinero que se valoriza sin pasar por el proceso intermedio que lo convierte en mercancía (Gill, 2002). Es por eso que Marx afirma que es la expresión de la lógica del capital más extrema. En referencia al capital que devenga interés, es decir, propio de la esfera de circulación Marx nos dice:

En el capital que devenga interés, la relación de capital alcanza su forma más enajenada y fetichista. Dinero que genera dinero, valor que se valoriza a sí mismo, sin el proceso que media entre ambos extremos (Marx, 1894, p.499).

El capital que devenga interés puede tomar la forma de préstamos bancarios o de otras instituciones financieras, así como la emisión de obligaciones y otros títulos de deuda por agentes no financieros, y busca la obtención de ganancias que contienen plusvalía, pero sin pasar por el proceso de producción intermedio. Se crea entonces la ilusión de cierta independencia, que desde luego es percibida por Marx.

La circunstancia de que un capital prestado arroje interés, empléese realmente como capital o no - aunque se lo haya prestado sólo para el consumo- consolida la idea acerca de la autonomía de esta forma del capital (Marx, 1894, p.481).

---

<sup>10</sup>Los bancos concentran el capital prestable correspondiente a: capitales que comerciales e industriales mantienen como fondo de reserva, depósitos dinerarios, dinero que no se encuentra ocupado perteneciente a todas las clases e importes a ser consumidos paulatinamente (Marx, 1894).

Vemos que Marx habla de “idea”, se trata de una ilusión, un elemento que corresponde al terreno de la ficción. Esta falsa percepción se pone de manifiesto en el momento en el que Marx da cuenta de que el capital que devenga interés depende del proceso de producción, que es, en última instancia, de donde provienen sus ganancias, por esa razón se trata de una ilusión de autonomía.

El último de los aportes que consideramos relevantes para la comprensión del papel del capital financiero en la dinámica económica, aunque Marx considere sólo en su ámbito de actividad al sistema crediticio, es su doble efecto en el proceso de acumulación: la ampliación de los límites de su reproducción y su tendencia a agravar las contradicciones inherentes a dicho proceso.

Por un lado, la existencia del capital financiero permite que los límites presentes en el proceso de acumulación se amplíen a través de la concentración y centralización de dinero diseminado en la economía, la financiación de operaciones más costosas, la aceleración de la rotación del capital y la contribución a la nivelación de la tasa de ganancia<sup>11</sup>.

Por el otro, se presentan dos cuestiones que nos muestran la “otra cara de la moneda”. La primera de ellas relacionada con la tendencia al endeudamiento creciente de la economía capitalista y la relación de la demanda de dinero con el ciclo económico (carácter endógeno de la demanda de dinero). Marx describe así su evolución en el ciclo de rotación de la economía<sup>12</sup> entre el auge y la crisis<sup>13</sup>:

(...) un bajo tipo de interés corresponde a los periodos de prosperidad o ganancias extraordinarias, el ascenso del interés corresponde a la línea divisoria entre la prosperidad y su trastocamiento, mientras que el máximo del interés hasta el nivel extremo de la usura corresponde a la crisis (Marx, 1894, p.460).

En periodos de crisis, la caída de confianza y la perspectiva de quiebra ponen de manifiesto la incapacidad de pago. La demanda de líquido aumenta para hacer frente a los vencimientos, lo que eleva el tipo de interés. El tipo de interés, el precio de la financiación por crédito, depende de la oferta y la demanda de dinero, si bien sus variaciones están acotadas por la tasa de ganancia<sup>14</sup>.

Al respecto dice Harvey (2010) que este comportamiento descrito por Marx, de intereses bajos en periodos de prosperidad y máximos en crisis, es una generalización empírica, no tiene estatus de teoría, y supone la no intervención del Estado. Tal como

---

<sup>11</sup>Véase Harvey (1990).

<sup>12</sup>Estado de reposo, creciente animación, prosperidad, sobreproducción crisis catastrófica(Marx, 1894).

<sup>13</sup>En el análisis que realiza Marx para los periodos de prosperidad, los factores que influyen en el tipo de interés en los que centra su atención son los de largo plazo, mientras que en los periodos de crisis, su atención se centra en los factores de corto plazo.

<sup>14</sup>El tipo de interés es bajo al comienzo del ciclo y va subiendo a medida que la demanda crece para realizar inversiones, hasta ser muy elevada en época de crisis cuando la demanda aumenta para hacer frente al pago de deudas, y por su función de reserva de valor. Se trata de la función de palanca para estimular inversiones, aunque un tipo de interés bajo no garantiza la reactivación. Tal como afirma (Gill, 2002, p.443) en la depresión de los años 30 “los reducidos tipos de interés se revelaron impotentes para estimular la reactivación”. Del mismo modo, un tipo de interés elevado “no supone un obstáculo para la formación de capital, en tanto siga siendo inferior a la tasa de ganancia esperada”.

hemos podido ver en la reciente crisis financiera, las economías avanzadas han aplicado políticas monetarias expansivas que han hecho posible tipos de interés nulos en periodos de crisis. No obstante, esto no fue lo ocurrido en la crisis argentina durante los años 1998 a 2001: los tipos de interés se elevaron de forma progresiva especialmente estimulados por la prima de riesgo país y la necesidad de capitales extranjeros (para hacer frente a los pagos de la deuda externa).

La segunda cuestión (caras de la moneda) está relacionada con la potencialidad del capital financiero de devengar interés al margen del proceso productivo, sin ninguna necesidad de convertirse en capital productivo, es decir, de transformarse en “capital” a través de la compra de medios de producción y fuerza de trabajo. El capital dinero al ser devuelto con un incremento (interés) aparece como si tuviera la capacidad de incrementar el valor.

El capital que devenga interés se “alimenta” de las punciones que ejerce sobre las ganancias (crédito a la actividad de la economía real), los ingresos no salariales, los salarios (consumo, hipotecas) y los ingresos del Estado (inversiones, actividades corrientes, déficit presupuestario, intercambios exteriores y deuda acumulada), que a su vez se obtienen de las otras formas de ingreso por medio de los impuestos (Gill, 2002).

Es en este punto donde se pone de manifiesto la condición de “ficticio” del capital préstamo. El mismo dinero representa varias veces capital préstamo, aunque resulta que sólo existe como dinero metálico una sola vez, en el resto sólo existe en la forma de derecho al reclamo de una parte de la plusvalía, pero sin contribuir a la creación de valor.

El concepto de “capital ficticio” hace referencia al hecho de que su existencia se reviste de un carácter ilusorio, no es capital, sólo representa derechos sobre ingresos futuros. La separación entre propiedad de capital y su función en la producción subyace en este concepto, y se refuerza por la existencia de un mercado específico que permite la creación de activos financieros (acciones, obligaciones, créditos bancarios y títulos del Estado) y que circulan en él como mercancías (Gill, 2002). Estos parecen duplicar el capital que representan, al poder ser vendidos en mercados donde se rentabilizan y en donde poseen un precio que se conforma y evoluciona, ajeno a la situación del “capital real” al que están vinculados. El capital no existe de 2 maneras; como acciones y como capital realmente invertido en las empresas.

Sólo existe en esta última forma, y la acción no es otra cosa que un título de propiedad, pro rata, sobre el plusvalor que se ha de realizar por intermedio de ese capital (Marx, 1894, p.601).

Sin bien, no debe olvidarse que, en última instancia, su cotización (resultado de la oferta y demanda en los mercados de valores) depende de la promesa de plusvalor que despierta el agente emisor. Este valor de mercado es en parte también especulativo, porque no solamente depende de las entradas reales, sino también de las esperadas, que serán calculadas anticipadamente a través de su descuento mediante el tipo de interés. Es decir que la cotización de los activos financieros también estará en función de la evolución de esta última variable.

En tiempos de estrechez en el mercado dinerario esos títulos y obligaciones bajarán doblemente de precio: en primer lugar, porque aumenta el tipo de interés, y en segundo término porque se los lanza masivamente al mercado para realizarlos en dinero. Esta caída tiene lugar independientemente de si el producido que aseguran estos papeles a su poseedor es constante, como en el caso de los títulos del estado, o de si la valorización de capital real que representan, como ocurre en las empresas industriales, también resulta afectada posiblemente por las perturbaciones del proceso de reproducción. En este último caso sólo se suma a la desvalorización mencionada otra desvalorización. Una vez pasada la tempestad, estos títulos vuelven a ascender a su nivel anterior, en tanto no representen empresas fracasadas o fraudulentas. Su depreciación durante la crisis obra como un poderoso medio para centralizar el patrimonio dinerario (Marx, 1894, pp. 602-603).

En este párrafo Marx pone de manifiesto no solamente el efecto destructivo que representa la acumulación de este capital ficticio en el momento en donde se termina la ilusión, es decir, cuando se produce la llamada a la economía real, sino también la función que éstos tienen como medio de centralización de capital.

Marx pone como ejemplo destacado de capital ficticio a los títulos de deuda pública, pues según él, no representan ningún capital (productivo); la financiación obtenida de estos bonos es utilizada directamente para el gasto. El “capital” es ficticio, su suma nunca estuvo destinada a ser invertida como “capital” que generara valor<sup>15</sup>. Lo que existe es un derecho a participar de cierto importe de los ingresos fiscales anuales (impuestos) y la posibilidad de obtener ganancias al ser vendidos en ciertos mercados (Marx, 1894).

La existencia de capital ficticio y su expansión generan una presión cada vez mayor en la valorización del capital (sobre la plusvalía), que de por sí presenta dificultades para realizarse, como resultado de la mecanización del proceso de producción a la que son inducidos los capitales por los condicionantes de la competencia.

En las dos cuestiones que acabamos de mencionar, la tendencia al endeudamiento creciente y la potencialidad del capital dinero de devengar interés al margen del proceso productivo, se sintetizan en una afirmación que consideramos relevante en los aportes de Marx para el análisis del comportamiento del capital financiero: su carácter especulativo forma parte del movimiento del capital, no es una característica novedosa, es una cualidad que se generaliza en momentos de crisis. Por la necesidad que presenta el capital de moverse continuamente, se forman burbujas que con el tiempo acaban rompiéndose con importantes efectos destructivos, poniéndose de manifiesto una tendencia propia de la existencia del capital financiero en el sistema económico capitalista, como señala (Gill, 2002, p.582):

El divorcio entre la realidad económica y su traducción en términos financieros, entre capital real y capital ficticio, es una característica permanente del capitalismo.

---

<sup>15</sup>Parte de la financiación puede ser destinada a la inversión productiva pero no es posible discriminar que parte se orienta a ella, además las subvenciones hacia el sector productivo resultan gastos para la administración pública.



En síntesis, Marx expresa la dualidad del capital financiero en la siguiente afirmación respecto al sistema de crédito:

De esto sólo se desprende que la valorización del capital fundada en el carácter antagónico de la producción capitalista no permite el libre y real desarrollo más que hasta cierto punto, es decir que de hecho configura una traba y una barrera inmanentes de la producción, constantemente quebrantadas por el sistema crediticio. [...] Al mismo tiempo, el crédito acelera los estallidos violentos de esta contradicción, las crisis, y con ello los elementos de la disolución del antiguo modo de producción (Marx, 1894, pp.568-569).

Es decir, el crédito permite al capitalismo superar sus propios límites. Permite a los capitalistas industriales mover su dinero y superar los problemas que la inversión fija a largo plazo supone. Pone a disposición de los capitalistas recursos que de otra manera no tendrían, y permite que se conformen empresas, las sociedades por acciones, de una envergadura impensable para un capitalista individual. Además, el endeudamiento permite reducir los costes de circulación y acelerar las fases de transformación del capital (de mercancía a dinero y a la inversa). La aparición del endeudamiento permite mantener o aumentar de la tasa de ganancia momentáneamente, pero no impide que estos límites reaparezcan más devastadores por el efecto de los crecientes gastos financieros y del eventual reembolso del importe de la deuda<sup>16</sup>.

Nuestro análisis parte de la idea, presente en el desarrollo de su “teoría de las finanzas”, de que las cuestiones financieras forman parte de la dinámica económica, su comportamiento está ineludiblemente unido al devenir de la actividad económica, por ello, consideramos que su estudio es relevante como parte de su comprensión.

A comienzos del siglo XX comienzan a manifestarse ciertos cambios en la economía capitalista, que serán abordados en el trabajo de Rudolf Hilferding, “El capital financiero”. En él se realiza un análisis de las nuevas características del capitalismo al comienzo del siglo XX, a partir de su tendencia a la creciente centralización de capital que creará la necesidad de ampliar espacios a través de su internacionalización.

Dado el proceso de concentración física de capitales en grandes unidades productivas, la monopolización de la economía capitalista, se vuelve necesaria la financiación por parte del sistema financiero (dependencia del crédito), modificando su lugar en la estructura del capitalismo. Se modifican las relaciones entre capitales, hay una participación directa en las empresas industriales, asumiendo la cooperación en la dirección de fábricas a través de la presencia en los Consejos de Administración. En este escenario el capital financiero queda definido como el capital bancario que “de esta forma se transforma realmente en capital industrial” (Hilferding, 1973, p.253). Esta aleación de capitales surge de la transformación en capital industrial del capital ficticio cedido por los bancos, que los lleva a compartir intereses.

Hilferding lo define como la unificación de los capitales industrial, comercial y bancario bajo una misma dirección que él llama: las altas finanzas, en el que están vincu-

---

<sup>16</sup>El dinero metálico aparece en la época de Marx como un elemento de restricción de la expansión de la acumulación, por ser una “mercancía” finita. El crédito se hace esencial para la expansión de la acumulación (Harvey, 2010).

lados los señores de la industria y de la banca. Son los auténticos poseedores de la masa de capital y tienden a formar una subclase por encima de la propia burguesía.

El capital financiero es la síntesis del capital usurero y del capital bancario, y, como estos, aunque en un grado infinitamente superior del desarrollo económico, se apropia de los frutos de la producción social (Hilferding, 1973, p.255).

El análisis de Hilferding se fundamenta en la evolución que el capital ha experimentado en su objetivo de obtención de ganancia, a través de la concentración y centralización de capital, identificando como sus pilares principales al desarrollo del sistema de créditos y de la sociedad por acciones<sup>17</sup>.

En su intento por continuar el desarrollo de las ideas de Marx, este autor, realiza una descripción de las funciones de la bolsa<sup>18</sup> y amplía los fundamentos y consecuencias que tiene para el capitalismo la extensión de las sociedades por acciones: la separación entre el capital y el empresario individual, que convierte al capitalista en rentista; y la tendencia a que el beneficio medio del accionista y tipo de interés se igualen, como consecuencia de su acción conjunta con los mercados de capital. Si bien esto finalmente no sucedió como preveía Hilferding. No llegaron a igualarse en casi ningún momento, debido precisamente a la intervención del Estado en la política monetaria, entre otros factores. Las aportaciones que acabamos de mencionar han influenciado, en buena medida, muchos de los análisis que se han realizado con posterioridad sobre el funcionamiento de las finanzas.

Se produce un cambio en la naturaleza de las relaciones de clase con el poder del Estado, la nueva organización de la competencia, unifica el poder económico e incrementa los intereses políticos del capital, ampliando su margen de presión<sup>19</sup>.

A efectos de nuestra investigación, consideramos como los elementos más relevantes dentro de sus aportaciones, en primer lugar, su análisis sobre el cambio de las condiciones de acumulación y el cambio en las relaciones de los agentes que intervienen en ella. Esto tiene como consecuencia, por un lado, la ausencia de enfrentamientos entre industria y finanzas y, por el otro, en el balance de poder con el Estado. En segundo lugar, su concepto de capital financiero es un antecedente del conflicto actual para establecer la línea divisoria entre capital financiero y productivo. Desde esta perspectiva la empresa se convierte en parte del capital financiero, no sólo en receptora de financiación. Esta concepción se diferencia de lo que sucede en la actualidad, en la medida que las grandes empresas industriales no dependen de la financiación

---

<sup>17</sup>Véase (Vidal Villa, 1976).

<sup>18</sup>La bolsa "es el supuesto para la transformación de capital industrial en ficticio y de la reducción del dividendo al interés" (Hilferding, 1973, p.159) permitiendo que de forma continua el capital ficticio se convierta en capital monetario y viceversa. El movimiento de la propiedad de capital ya no está determinado por el proceso de producción. Describe ciertas tendencias de los mercados de capitales, propias de la naturaleza de las "mercancías" que se comercian en ellos; como la acción en el corto plazo, la utilización extrema del crédito, la existencia de elevados riesgos y el comportamiento "rebaño" de los especuladores. Esta naturaleza, es para el autor, contradictoria con la posibilidad de regulación, por la pérdida de tiempo que implican las formalidades de las que sería sujeto.

<sup>19</sup>Mediante la acción del Estado se conseguirán nuevas zonas de inversión, necesarias para que el capital financiero se valore.

de los bancos, las empresas realizan acciones correspondientes al capital financiero a través de mecanismos que se distancian de la unión descrita por Hilferding<sup>20</sup>.

En conclusión, las contribuciones de Marx y de Hilferding en torno al capital financiero, nos permitirán ir construyendo nuestra conceptualización: la primera, a través de sus aportes en términos de su articulación dentro del proceso de acumulación; y la segunda, por incluir en el análisis el papel que ocupa en el proceso de internacionalización del capital.

### **1.1.2 El debate actual en torno a la expansión y a las nuevas características de las finanzas**

La gran expansión de las finanzas, los nuevos actores que operan en los mercados, su impacto en la dinámica macroeconómica, el nuevo rol del capital financiero internacional y su identificación han sido algunos de los temas sobre los que ha girado el debate actual en torno al capital financiero, en las últimas décadas. La mayoría de las interpretaciones que incluiremos en este apartado utilizan el término “finanzas”, para referirse a la cuestión financiera, y caracterizan los cambios en dicho ámbito como elementos estructurales que definen un nuevo funcionamiento de la economía capitalista. En la actualidad estas interpretaciones han sido una de las fuentes más activas a la hora de brindar explicaciones de la reciente crisis mundial<sup>21</sup>.

Para estos autores estos cambios o nuevos rasgos de las finanzas resultan significativos al punto de considerarse un fenómeno novedoso, característico de una “nueva etapa” o fase del capitalismo que comienza en la década de 1970. Los cambios acontecidos en las finanzas tendrían implicaciones en dos ámbitos. En primer lugar, en el ámbito cuantitativo, en el que las finanzas habrían alcanzado una enorme expansión generando así la ilusión de autonomía, a través de un crecimiento de las operaciones financieras, un aumento del valor de capitalización de los mercados de capitales, un volumen mayor de transacciones financieras<sup>22</sup>, y un crecimiento muy significativo de ganancias financieras. En segundo lugar, en el ámbito cualitativo, en donde su hegemonía es interpretada como la imposición de sus intereses al sector no financiero, al Estado y demás agentes.

Estas cuestiones se sintetizan en la idea de financiarización del proceso económico, que puede definirse como la hegemonía de las finanzas que daría lugar a la subordinación del resto de la dinámica económica a su lógica, con efectos importantes en la demanda, la acumulación y la distribución regresiva de la renta<sup>23</sup>. A partir de esta doble dimensión cuantitativa y cualitativa se articula lo que entendemos como gravitación en las finanzas de la dinámica económica.

---

<sup>20</sup>Consideramos que las aportaciones realizadas por este autor superan con creces las que hemos incluido en esta revisión, por ser un pionero en la conceptualización del capital financiero. No obstante, nos hemos limitado a mencionar sólo los elementos que, a nuestro parecer, resultan más relevantes para contribuir a alcanzar los objetivos propuestos en esta investigación.

<sup>21</sup>Véase Duménil y Lévy (2007); Bellamy Foster y Magdoff (2009); Lapavistas (2009a, 2013).

<sup>22</sup>Significativas en la medida que son comparativamente más elevadas que las operaciones comerciales y la inversión productiva.

<sup>23</sup>Véase Medialdea (2009); Martínez González-Tablas (2007)

No existe un cuerpo de autores homogéneo que trabajen bajo el concepto de financiarización, lo que ha propiciado que no exista una definición única de dicho concepto, por tanto utilizaremos esta idea de hegemonía de las finanzas y subordinación del resto de la dinámica económica, asumiendo que para los autores que lo definen abarca más elementos y el matiz de sus implicaciones es mayor. No obstante, no es objeto de nuestro trabajo caracterizar bajo este concepto el papel de las finanzas en Argentina. Sólo lo mencionamos con el fin de ubicar el cuerpo teórico de algunos autores de los que hemos obtenido ciertos elementos para la argumentación e indicadores para el análisis empírico de la cuestión.

Consideramos a aquellos autores que realizan el estudio de las finanzas incluyendo su perspectiva de clase. En este sentido Duménil y Lévy (2009) abordan el estudio de las finanzas incluyendo su dimensión de clase y su vínculo con las instituciones. Según estos autores la hegemonía de las finanzas se consigue mediante la articulación de la fracción de clases capitalistas con las instituciones, a través del control que ejerce sobre ellas. Explican el lugar que ocupan las finanzas en la economía capitalista integrando el elemento de poder de la fracción de clase, que impone sus intereses controlando los mecanismos económicos, y el elemento técnico donde se ubican los ingresos financieros y la rentabilidad de las instituciones. Consideramos esta aportación por la identificación que estos autores realizan de las finanzas como una clase, su identificación como sujeto. Si bien para nosotros, este sujeto es el capital financiero, y las finanzas el ámbito de actuación de dicho sujeto.

En un sentido similar, el capital financiero incluye dos dimensiones para (Serfati, 2003, p.59) :

Por un lado, los recursos que conservan la forma de dinero y que se valoriza en forma de dinero -convirtiéndose en esta forma en capital- tomando la forma de créditos (préstamos, obligaciones), de derechos de propiedad (acciones) o de múltiples combinaciones de unos y otros. Por otra parte, el capital financiero se refiere también a las entidades (bancos, aseguradoras, fondos de pensiones, fondos de inversión, etc.), cuyo cometido consiste en centralizar el dinero en forma de créditos o de derechos de propiedad para rentabilizarlo, así como a las instituciones (la Bolsa y el resto de mercados financieros). La dimensión funcional y la institucional-organizacional del capital financiero deben valorarse tanto en su especificidad como en sus relaciones recíprocas.

A la luz de la abundante cantidad de trabajos que han realizado los autores que estudian el comportamiento del capital financiero utilizando la amplia conceptualización de la financiarización, surgen aportaciones que nos resultan de utilidad a la hora de elegir indicadores para el análisis de nuestro objeto de estudio. Clasificaremos dichas aportaciones en tres ámbitos: la génesis y el trasfondo en el que se producen los cambios (marco de las medidas de corte neoliberal), los nuevos rasgos de las finanzas y el análisis de las finanzas en su vínculo con el proceso de acumulación. La inclusión de estas aportaciones es necesaria en la medida en que nos dan una descripción sistematizada de las características de la dimensión financiera en las economías capitalistas actuales, aunque es preciso aclarar que no compartimos en su

totalidad las premisas teóricas planteadas por dichos autores, cuestión que matizaremos en el desarrollo de este apartado. No obstante, no forma parte del objeto de esta investigación realizar una crítica sobre los enfoques que trabajan con este concepto<sup>24</sup>.

Los nuevos rasgos de las finanzas se estudian teniendo en cuenta la ampliación de los espacios de actuación y los nuevos instrumentos, cuestión íntimamente relacionada con la liberalización financiera y con el desarrollo de las nuevas tecnologías. Vinculados a este contexto de cambio encontramos fértiles para el análisis, la conexión que se establecen entre las turbulencias financieras y los desajustes estructurales, en el espacio de análisis macroeconómico; y la caracterización y el estudio del accionar de las empresas, en el espacio microeconómico. Consideramos que ambas dimensiones de análisis son necesarias para comprender el comportamiento del capital financiero, como forma de dilucidar el lugar que las finanzas ocupan en el proceso económico.

En cuanto a la génesis de los cambios que dan lugar a la financiarización, Chesnais *et al.* (2001); Chesnais (2003a) estudia la relación que existe con la mundialización, como con el flujo de capital internacional, subrayando el avance de la integración de los sistemas financieros nacionales. Relaciona a la mundialización con la agudización de las contradicciones del sistema y las medidas de política económica (neoliberales) tomadas en consecuencia.

Hacia finales de la década de 1960 los capitales en el ámbito de las economías desarrolladas se habrían visto forzados a desplazarse al ámbito de las finanzas, al encontrar serias dificultades para valorizarse en el terreno de la producción. A estas dificultades, se sumaron como causas de la expansión global de las finanzas, el exceso de liquidez proveniente de los petrodólares, y la concentración de ahorros por parte de los fondos de pensiones y otros inversores, que encontraron su complemento ideal en la necesidad de los gobiernos de financiar su déficit sin excesivo coste político<sup>25</sup>.

El auge de las finanzas se ha relacionado con las transformaciones resultado del surgimiento del neoliberalismo (Lapavistas, 2013; Duménil y Lévy, 2009, 2011). Destacan la desregulación del mercado de trabajo y de los mercados financieros, que afectan a la producción y a la inversión, y tienen su impacto último en el empleo. Consideramos que el nexo que se establece entre el comportamiento del capital financiero y las medidas neoliberales es esencial para comprender el comportamiento del capital financiero por los efectos que en él han tenido la desregulación y la liberalización financiera, por lo que estos análisis resultan especialmente fértiles para el caso argentino, en donde estas medidas se aplicaron de forma generalizada. Este nexo se hace evidente por sus consecuencias en las economías, que pueden resumirse en los efectos negativos sobre el aparato productivo, el empleo y el auge de las finanzas.

La mayoría de los trabajos que analizan los orígenes de la expansión de las finanzas y su primacía sobre el resto de la economía subrayan algunos hitos que marcan su evolución: la abolición del sistema monetario internacional de Bretton Woods, que señala el comienzo de las operaciones especulativas en torno a las divisas y el na-

<sup>24</sup>Para más información consultar Astarita (2008)

<sup>25</sup>En referencia a esta cuestión Chesnais (2003a) recuerda el papel central que tuvo Estados Unidos en el surgimiento del régimen de “dictadura de los acreedores”. Habla de un sistema financiero mundial jerarquizado con este país a la cabeza.

cimiento de los primeros instrumentos de cobertura de riesgo, las medidas de liberalización y desregulación, como resultado de las políticas de la Reserva Federal y de los gobiernos de neoliberales<sup>26</sup>, y, en el mismo contexto, las políticas del Consenso de Washington, que desde los organismos internacionales propiciaron la incorporación de los mercados “emergentes”<sup>27</sup> al sistema financiero internacional (Chesnais *et al.*, 2001; Lapavitsas, 2013). En este caso se remarca el camino adyacente entre cada una de las medidas que componen el programa de la estrategia neoliberal y el proceso en el cual el capital financiero ha ido dominando la escena económica mundial<sup>28</sup>.

A lo dicho en el párrafo anterior añadimos que si bien la expansión de las finanzas se vio favorecida por estas medidas de política económica, su aplicación benefició al conjunto del capital frente al deterioro de las condiciones de los trabajadores<sup>29</sup> (Katz, 2002). La desregulación de los mercados acentúa las condiciones de competencia, lo que genera un aumento de presión por reducir costes laborales y flexibilizar el empleo, incrementando la tasa de explotación y, con ello, la tasa de ganancia (Katz, 2002), además de ampliarse los espacios de valorización a través de medidas como las privatizaciones.

El hecho de que estos análisis vinculen el neoliberalismo y los cambios producidos en las finanzas pone de manifiesto la relevancia de la relación entre la política económica y la intervención del Estado con el comportamiento del capital financiero. Por esta razón, ratificamos como punto de arranque del análisis de nuestro objeto de estudio los cambios acaecidos en este ámbito, principalmente, debido al cambio de orientación de las políticas económicas en Argentina, diferentes a las medidas características del neoliberalismo (sin ser diametralmente opuestas).

Lapavitsas (2013) sostiene que las interacciones espontáneas entre las empresas no financieras, los bancos y los hogares se producen dentro de un contexto institucional influenciado por la formulación de políticas de estado, a través de la desregulación del sistema financiero, la garantía de la solvencia de los bancos, la provisión de liquidez extraordinaria, etc.

Desde nuestra visión, la influencia no es unidireccional, es decir, desde las políticas económicas hacia el capital financiero. Se trata de una influencia mutua, pues como sostiene Palley (2007), la política económica influye sobre la estructura de los mercados financieros y el comportamiento de las empresas y, a su vez, las empresas y la esfera financiera adquieren capacidad para influir en la política económica.

El análisis de los rasgos de las “nuevas finanzas” es extenso, pero en nuestro caso nos centraremos, además de la ampliación de los mercados financieros y las rentas financieras crecientes, en los rasgos relacionados con el comportamiento de las empresas, en lo referente a los cambios que se han producido en el comportamiento de

<sup>26</sup>Véase Lapavitsas (2009a); Duménil y Lévy (2009); Bellamy Foster y Magdoff (2009)

<sup>27</sup>Las políticas neoliberales del FMI son aplicadas en los países subdesarrollados que renegocian su deuda externa tras la suspensión de pagos en los años ochenta. Si bien estos autores utilizan el concepto de “emergentes” para referirse a un subgrupo dentro de los países subdesarrollados, en nuestra investigación no utilizaremos este concepto.

<sup>28</sup>Véase Chesnais (2003a,b); Serfati (2003).

<sup>29</sup>En el mismo sentido, Arrizabalo Montoro (2014) afirma que las medidas de ajuste fondomonetaristas (neoliberales) se extienden mundialmente, buscando el abaratamiento de la mano de obra como exigencia de la acumulación capitalista a escala global.

los bancos, el surgimiento de nuevos agentes y la fragilidad financiera en el conjunto de la economía mundial.

Las estrategias de las empresas se han adaptado a la liberalización de los mercados, los cambios institucionales y los nuevos instrumentos de financiación. Existe un vínculo de mutua influencia entre la liberalización financiera y estas nuevas estrategias empresariales, a través del cual es posible llevar a cabo actividades donde la forma productiva y financiera del capital se entrecruzan de manera permanente. La gestión centralizada de tesorería permite que las empresas movilicen capitales; al mismo tiempo que, en nombre de la liberalización, los gobiernos y los organismos internacionales han cedido a cualquier control de estos capitales. Las formas más comunes de movimientos de capitales son el pago de dividendos de una filial a otra, los préstamos y créditos internos, y la manipulación de los precios del comercio intrafirma. Éste quizás sea el aspecto más relevante en el caso de economías con un elevado componente de extranjerización en su estructura empresarial, como el caso argentino, razón por la que tomamos en consideración las aportaciones que tratan las características de este comportamiento de las empresas.

Entre las causas del cambio de relaciones entre la industria y finanzas, Lapavitsas (2009a) menciona la organización interna de las multinacionales y las condiciones de la competencia. Las multinacionales se han convertido en financiarizadas en la medida en que han adquirido funciones, que anteriormente pertenecían a las instituciones financieras, y en la medida en que las transacciones financieras se convierten en una parte sustancial de sus actividades y ganancias. Se toman como parámetros del predominio de las finanzas en el ámbito de la actividad de las empresas, la tendencia creciente del pago de intereses, del reparto de dividendos, de la compra de acciones, que supera la emisión, y de la obtención de rentas financieras. Por otro lado, se aprecia, con especial énfasis, la capacidad de autofinanciación que han adquirido y las consecuencias en términos de autonomía respecto de la financiación de los bancos. Las grandes corporaciones multinacionales suelen ser capaces de financiar la mayor parte de su inversión sin tener que depender en gran medida de los bancos, especialmente haciendo uso de las utilidades retenidas (Lapavitsas, 2013).

Como contrapartida de la financiarización de sus actividades las empresas se han convertido en activos de rendimiento para los inversores institucionales. Hay un predominio de los intereses de los accionistas para aumentar la rentabilidad de la empresa en el corto plazo, imponiendo para ello un nuevo criterio de gestión: *corporate governance*. No se espera de ellas una recuperación de la acumulación, sino que sus precios aumenten en los mercados financieros<sup>30</sup>.

(...) el principio “valor para el accionista” hace que se dirijan las empresas con la vista puesta en la Bolsa, y se persigan resultados en el corto plazo más que un éxito en el largo plazo (Lapavitsas, 2009b, p.63).

---

<sup>30</sup>A través de fusiones y adquisiciones, reingeniería de procesos, abandono de diversificación productiva, remuneración de directivos ligada a la evolución del precio de las acciones- stock options-, gestión centralizada de caja, reducción del capital a través de la compra de acciones propias mediante apalancamiento financiero, etc.

La forma en que el capital financiero impone sus dictámenes está justamente en la relación entre su dimensión hipertrofiada y su relación con la acumulación, al desplazarse al proceso productivo como centro de gravitación, la obtención de una elevada rentabilidad pasa cada vez más por la actuación del capital en el ámbito de las finanzas. Es decir, la acumulación se ve afectada por el desplazamiento del capital hacia inversiones en la esfera financiera cuya expansión eleva sus rentas. Desde esta perspectiva se aborda el estudio del comportamiento de las empresas, como actores fundamentales en la relación industria - finanzas y, por esa razón, con entidad en el proceso de financiarización.

Si bien no es el objeto de nuestra tesis el análisis microeconómico de las empresas, la caracterización del vínculo entre liberalización financiera y el comportamiento del sector empresarial ha sido incluido en nuestro análisis, al igual que algunos de los indicadores de análisis micro (rentas financieras de las empresas) utilizados para constatar la posición de las finanzas en la economía argentina a lo largo del periodo estudiado. La razón es la necesidad de abordar el vínculo entre el comportamiento de las empresas y el capital financiero como parte de las variables que deben tenerse en cuenta para constatar su papel en la dinámica económica.

Los cambios acaecidos en el seno de las empresas y en los mercados financieros contribuyeron a la reorientación de la actividad del sistema bancario, que actualmente centra su negocio en la financiación de consumo y la compra de títulos de deuda pública<sup>31</sup>.

Al respecto, Lapavitsas (2013) sostiene que los beneficios de bancos se hayan significativamente ligados a la financiación de los individuos y de los hogares, no solamente para la compra de viviendas, sino también para el consumo. Por otra parte, también identifica la ligazón que existe entre el ingreso de los hogares de los países desarrollados y las rentas financieras, proporcionando una base para las operaciones ampliadas de los intermediarios financieros no bancarios en los mercados financieros. Los hogares han utilizado la financiación bancaria para el acceso a determinados servicios públicos como educación y sanidad, a la vez que han ampliado el flujo de sus ahorros a estas entidades, a través de la colocación de los mismos en fondos de inversión, fondos de pensiones y la contratación de pólizas de seguro.

Otro de los rasgos que hemos considerado de interés en referencia a estas aportaciones, es el surgimiento de nuevos agentes financieros: los inversores institucionales. Los nuevos modelos de gestión serían un reflejo de su poder, patrocinado por la liberalización y desregulación de los mercados<sup>32</sup>, constituyendo para algunos autores una innovación importante en las relaciones entre la industria y las finanzas (Serfati, 2001). Aquellas empresas que no siguen los criterios de rentabilidad exigidos serían castigadas por los mercados al ser estos inversores quienes marcan las tendencias en el comercio de valores. En la crisis del 2000-2001 el comportamiento de estos agentes habría estado más orientado al *"total return"*, en donde las ganancias provienen de la compra y venta de títulos de elevadas cotizaciones, que al *"corporate governan-*

---

<sup>31</sup> Véase Lapavitsas (2009b).

<sup>32</sup> Pueden consultarse los factores que llevaron a un importante crecimiento de los inversores institucionales en Lapavitsas (2009b).



ce” (Chesnais, 2008). El comportamiento de estos agentes también será considerado dentro de la investigación, aunque más relacionado a su papel en la financiación hacia el sector público, que a su vínculo con el sector empresarial.

El cuarto y último rasgo que mencionaremos es el aumento de “fragilidad financiera sistémica” propiciada por la “acumulación de un monto extremadamente elevado de capital ficticio” y por los procesos de liberalización que han facilitado la propagación de shocks y sobresaltos financieros (Chesnais *et al.*, 2001).

Para la explicación de esta fragilidad sistémica, Chesnais utiliza la categoría de “capital ficticio” de Marx para definir la naturaleza de los títulos emitidos en contrapartida de préstamos a las entidades públicas o empresas (las obligaciones), o en reconocimiento a la participación en el financiamiento (generalmente inicial) del capital de una empresa (las acciones). Lo define en el mismo sentido como capitales que representan un “capital”, del que se espera un rendimiento regular bajo la forma de intereses y dividendos, aunque tales títulos no son capital, en el mejor de los casos son el “recuerdo” de una inversión pasada (Chesnais, 2008). También el crédito creado por los bancos lo es.

El crédito creado por los bancos conlleva también una dimensión de creación de capital ficticio, y aunque asume diversas formas y puede ser más o menos importante, significa en definitiva que los bancos ponen a disposición de los «agentes económicos» sumas que no tienen. Para las empresas, son sumas que les permiten ya sea esperar pagos por venir, ya sea completar su propio capital en el momento de inversiones en actividades creadoras de valor y plusvalor. Para los particulares a los que se concede crédito, son sumas más allá de su ahorro y de sus ingresos corrientes, les permiten construir o comprar una casa o comprar bienes de consumo. Las operaciones de creación de capital ficticio para las empresas o de medios ficticios para hacer compras implican un aumento de la masa monetaria en circulación. Son también un factor de riesgo. Los créditos creados necesariamente sobrepasa ampliamente el monto de las sumas depositadas en los bancos (...) (Chesnais, 2008, p.79).

La “fragilidad financiera sistémica” es consecuencia del crecimiento del capital ficticio, y es la manifestación de la exterioridad de las fianzas del resto de la producción, es decir, la divergencia entre el monto de créditos sobre la producción en curso y futura, y la capacidad efectiva del capital comprometido en la producción para hacerles frente (Chesnais, 2009). La otra causa está vinculada a la exposición al riesgo aumentada por los bancos, desde la liberalización financiera, y la capacidad técnica y medios que tienen los bancos centrales para acudir al socorro de dichas entidades.

Por otro lado, la liberalización y desregulación a manos del Consenso de Washington integró a los países subdesarrollados al mercado financiero mundial, dándole al riesgo sistémico una dimensión mundial.

Esta rápida integración introdujo un importante elemento adicional de riesgo sistémico, tanto porque abrió los mercados raquíticos de obligaciones y acciones de esos países a las operaciones de colocación a corto plazo de los inversores institucionales, como porque alentó a los gobiernos, empresas y bancos a emitir títulos

nominados en dólares en los mercados internacionales de obligaciones, así como a relajar los controles externos e internos sobre los financiamientos y créditos bancarios (Chesnais, 2009, p.142).

La acumulación de capital ficticio es portadora de crisis financieras, que al estallar revelan el carácter ficticio de los títulos. Los elementos que se mencionan aquí se incorporan como guías en esta investigación dado que el inicio del periodo de la misma es precedida por una crisis financiera de gran envergadura en el país, en donde pueden apreciarse los vínculos establecidos entre liberalización financiera, el crecimiento de la deuda pública y riesgo sistémico.

Estos rasgos que acabamos de mencionar, junto con otros que no hemos incluido en esta revisión, darían lugar a la existencia de una “lógica financiera”. No obstante, al no contrastar la existencia de la financiarización para el caso argentino, tampoco formará parte del objeto de esta investigación poner en cuestión la existencia de una lógica financiera diferente a la lógica del capital en términos generales.

El tercer ámbito de estudio que tomamos de este grupo de autores, es el vínculo de las finanzas y el proceso de acumulación. Este vínculo es abordado desde visiones alternativas, tanto desde las características rentistas del capital financiero y sus consecuencias en la acumulación, como desde el propio estancamiento de la acumulación. Pese a destacar la condición de “autónomo” del capital financiero, aunque remarcando que se trata de una autonomía relativa y con ciertos límites, estos análisis explican la evolución de las finanzas con relación a la evolución de la dinámica de la acumulación en su conjunto.

En el caso de la visión rentista del capital financiero, ésta adquiere unas dimensiones que simulan una lógica financiera independiente (mencionada en el párrafo anterior), lejos de los vínculos con la actividad comercial y productiva. Esto permite que su funcionamiento sea percibido como autónomo (Chesnais *et al.*, 2001; Chesnais, 2003a; Serfati, 2001), aunque esta “autonomía” sea relativa, un “espejismo”.

A pesar de lo importantes que son los medios que se han puesto al servicio de su permanencia, la dominación de los mercados financieros no puede imponerse sobre las restricciones y las contradicciones en las que la esfera “real” constituye el escenario inmediato. “La autonomía” permite al capital destinado a las inversiones financieras, o incluso al “ahorro concentrado”, enfrentarse al capital comprometido en la producción e igualmente con el trabajo, para exigir e imponer una participación en la distribución, cuya legitimidad reside únicamente en la posesión patrimonial, y cuyos términos concretos son establecidos por los beneficiarios. La forma más directa de participación es una detracción sobre los beneficios y un incremento de la tasa de plusvalía. Sin embargo, para que el valor y la plusvalía puedan ser apropiados, es preciso que previamente hayan alcanzado una dimensión suficiente. Esto supone que se haya podido completar el ciclo del capital y que la producción se haya comercializado (Chesnais, 2003b, p.45).

La base empírica que utilizan estos autores se halla en la evolución independiente de la actividad financiera respecto de las variables de la economía real a las que se

vincula. En este sentido Serfati (2001) habla de “divorcio” entre las cotizaciones y la capacidad futura de las empresas de producir ganancias.

Comparativamente más capitales se valorizarían sin intervenir en el proceso de producción pasando a formar parte de lo que Marx llamó “capital ficticio”. El dinamismo de la esfera financiera, las diversas formas de valorización y las enormes rentabilidades parecen verificar la idea de que el capital financiero no necesita de la producción para valorizarse. Sin embargo, esta autonomía es relativa, puesto que sigue siendo la esfera productiva, vinculada a la fuerza de trabajo, la que lo nutre. La fructificación del capital-dinero (dividendos, intereses y variedades “híbridas” de rendimiento) se apoya, en última instancia, en el valor creado en la esfera de la producción de bienes. “La tiranía de los mercados” no significa nada diferente del derecho de aquellos que centralizan este capital-dinero a atribuirse una parte cada vez mayor de las riquezas creadas en el proceso de producción (Serfati, 2001).

Siguiendo a Marx en la idea de que el pago de intereses al capital - dinero adelantado, la compra de títulos y el pago de dividendos e intereses se financiarían con punciones en el valor creado en el ciclo productivo<sup>33</sup>, las elaboraciones teóricas del capital rentista sostienen que ante un aumento de las remuneraciones al capital financiero, se produce una punción que reduce la parte de capital que vuelve al proceso productivo, afectando así a la acumulación. La participación cada vez mayor de intereses y dividendos presiona sobre los beneficios, convirtiendo al salario en la variable de ajuste con inevitables efectos en la demanda (consumo, expectativas de inversión). El impacto en la inversión a largo plazo y el consumo disminuyen las expectativas sobre el crecimiento de la demanda, lo que implica un nuevo desincentivo para estas inversiones, convirtiendo al corto plazo en la opción menos riesgosa.

El segundo grupo de autores sostiene que la financiarización se debe a los cambios producidos en la acumulación capitalista a finales del siglo XIX y a la incapacidad de la esfera productiva de absorber el excedente generado por los monopolios. La producción, por lo tanto, se estanca y el capital busca refugio en la esfera de circulación, particularmente en la actividad especulativa, provocando la expansión financiera (Bellamy Foster y Magdoff, 2009).

La financiarización es simplemente la compensación por enfermedad subyacente que afecta a la acumulación de capital (Bellamy Foster y Magdoff, 2009, p.156).

Lapavitsas sostiene que existe una transformación sistémica de la economía capitalista con implicaciones profundas en la vida social. Este cambio de relaciones entre los capitales industriales y financieros está vinculado a cambios en el ámbito productivo y en la dimensión institucional resultado de la desregulación de los mercados financieros y del trabajo. El mayor dinamismo ofrecido por la esfera de circulación, en comparación con el comportamiento mediocre de la acumulación, ha producido un desplazamiento de recursos en busca de beneficios desde la esfera productiva a la financiera, generando una asimetría a favor de la segunda, que se manifiesta en las tasas de crecimiento más bajas a partir de los años setenta (Lapavitsas, 2009a,b).

<sup>33</sup>Véase Chesnais (2003a,b, 2008); Serfati (2001)

(...) la financiarización, entonces, representa un cambio en el equilibrio entre producción y circulación que deriva de los cambios en las fuerzas y relaciones de producción así como en el contexto legal e institucional de la acumulación (Lapavitsas, 2009a, p.13).

Esta asimetría entre las esferas de la producción y circulación surge del cambio que se ha producido en la conducta de empresas no financieras, bancos y hogares. Estas tres tendencias afectan a la acumulación y dan forma a la financiarización como una transformación del capitalismo contemporáneo. Las empresas no financieras se implican en los procesos financieros, lo que afecta a sus ganancias, la organización interna y las inversiones, y ya no dependen de los bancos para su financiación. Los bancos se centran en operaciones de mercado con el objetivo de obtener ganancias a través del negocio financiero, y reorientan el crédito colocando a los ingresos de los individuos y hogares como fuente de ganancia. Los hogares confían en el sistema financiero para acceder a servicios y bienes, y sus ahorros son movilizados por el sistema financiero formal.

Ambas visiones, la “rentista” y la que enfatiza en los problemas presentes en la acumulación, sostienen que los beneficios del capital financiero provienen de la plusvalía, por lo que se mantiene cierta relación con la actividad productiva, estrechando los límites de su autonomía. Tendremos en cuenta estas aportaciones, que a nuestro parecer no son excluyentes, en la medida en que puedan facilitarnos indicadores para analizar el vínculo entre acumulación y el capital financiero, a partir de la relación entre beneficios e inversión, y la procedencia de las rentas financieras.

La mayoría de los análisis de la financiarización que acabamos de mencionar se acotan a los países avanzados, si bien algunos autores hacen mención a como este fenómeno ha acentuado la características dependientes de los países subdesarrollados.

Uno de los elementos que se menciona en varios trabajos es la integración al sistema financiero internacional de los países “emergentes” a través de la aplicación de las medidas de ajuste fondomonetarista y el papel de la deuda externa como palanca de estas medidas e instrumento de dominación por parte de los países avanzados (Chesnais, 2009; Salama, 2006; Lapavitsas, 2013).

La subordinación se profundizó. Bajo el efecto de tasas de interés superiores a la tasa de crecimiento y de nuevos préstamos para asegurar el servicio de la deuda, ésta se convirtió en una deuda imposible de cancelar, caracterizada hoy, justamente como deuda “inicua”. El servicio de la deuda reposa sobre privilegios y punciones sobre el producto y el trabajo excedentes (...) (Chesnais, 2009, p.125).

Sin embargo, los estudios orientados al estudio del fenómeno de la financiarización en el mundo subdesarrollado es menos prolífico, en términos teóricos, que en el mundo desarrollado, y, desde nuestra perspectiva, menos sistematizado. En general parten de las características del fenómeno en los países avanzados, y la caracterización teórica para los países dependientes se resuelve mediante una descripción de la coyuntura que en ese momento relaciona a éstos con los otros.

En este sentido Pierre Salama (1996, 2006) es uno de los autores que ha descrito este proceso para los países de América Latina. El proceso tiene muchas características presentes en el comportamiento del capital financiero en Argentina en la década de 1990, caracterizado por un papel preponderante de las finanzas en la dinámica económica, el lugar central de la deuda y las consecuencias del elevado tipo de interés en el vínculo entre sector financiero y sector no financiero.

Salama relaciona las crisis financieras de los años noventa con la liberalización y desregulación financiera externa aplicada por los países latinoamericanos. La relación finanzas - Estado benefició a las finanzas en detrimento de la actividad industrial.

Señala el comportamiento rentista de los empresarios, ligado a una estructura de ganancia diferente, que se acentúa con la oportunidad de realizar arbitrajes a favor de inversiones en portafolio con tasas de interés atractivas en bonos del gobierno. Estos factores actúan en el mismo sentido y ocasionan que la tasa de inversión en los países de América Latina sea cada vez más débil en relación con las presentes, por ejemplo, en las economías asiáticas.

Dicho de otra manera, el aumento de la tasa de interés actúa indirectamente sobre la inversión al elevar el costo de ciertos créditos, y generar las oportunidades para un intercambio (*trade off*) a favor de las actividades financieras. Ante esta situación, los bancos actúan comprando, o colocando, los títulos de la deuda pública y dejan de lado su función de proporcionar crédito a los empresarios. De aquí, la preocupación por demostrar que las crisis financieras en los países de América Latina guardan relación con el régimen de crecimiento y la política económica de gobierno (Salama, 2006, p.102).

Para Salama la dependencia que genera la deuda externa forma un círculo vicioso en torno a las finanzas. El sector financiero, más lucrativo que el sector productivo, se desarrolla a expensas de este último. Las finanzas tendrían dos caras, para este autor: una cara virtuosa que facilita la acumulación, y otra cara que las convierte en parasitarias. Ambas visiones conviven, y que una predomine por sobre la otra depende de la distribución de las ganancias, la inserción mundial, las relaciones con las economías desarrolladas y los mercados financieros internacionales. Las altas rentas en el sector financiero, beneficiadas por las condiciones macroeconómicas, desincentivan la inversión productiva a favor de las inversiones en la esfera financiera.

Además de la perspectiva macroeconómica, incluye en el análisis la perspectiva de las empresas dado que la integración al sistema financiero internacional, origen de la financiarización, se da a través de dos cuestiones: en primer lugar, la estatización de la deuda privada, luego de iniciado el flujo de capitales para el endeudamiento internacional y, en segundo lugar, el Consenso de Washington, que propicia la liberalización financiera y la desregulación. Las empresas por su parte participan del negocio de la deuda en detrimento de su autofinanciación, y en el contexto de altas y volátiles tasas de interés, los bancos les otorgan menos crédito, abandonando el rol de intermediarios frente a los empresarios. En su lugar financian al Estado, al suscribir y colocar los títulos altamente lucrativos de su deuda interna (Salama, 2006).

Este autor sostiene que si comparativamente la rentabilidad en el sector productivo resulta más baja que los tipos de interés, las empresas decidirán reorientar sus recursos en detrimento de la inversión, que es justamente lo que debería reactivarse para una mejora tecnológica y, con ello, un aumento de la rentabilidad. En lugar de seguir este camino se recurre a un ajuste de los salarios reales. Este comportamiento acentúa la característica rentista de las empresas latinoamericanas, que perciben las limitaciones de la expansión de la demanda (estrechez del mercado interno). Esto provoca no sólo una salida de recursos fuera del ámbito productivo, sino también fuera de la economía.

Salama también incluye en su análisis el papel de la balanza de pago, cuando los recursos provenientes de las ventas al exterior se reducen, cobra importancia la atracción de capitales vía endeudamiento del Estado. El tipo de interés se vuelve la variable clave, que a su vez agudiza las contradicciones internas y agrava las dificultades presupuestarias, conduciendo a una mayor recesión. El tipo de cambio, por esta razón, se vuelve otra variable clave por los efectos que puede tener sobre la balanza comercial.

De las aportaciones de Salama rescatamos que el comportamiento del capital financiero en estas economías estaría explicado no sólo por las decisiones del Estado, sino también por las características de sus aparatos productivos. En análisis realizado por este autor, se ajusta en buena medida a lo sucedido en Argentina durante la década del noventa. No obstante, la descripción de este círculo vicioso no parece adecuarse a lo sucedido en las economías latinoamericanas a partir de la década de 2000, por esa razón esta aportación no es aplicable en su totalidad en esta investigación, aunque rescatamos la relevancia que el análisis otorga a los flujos internacionales de capital y al vínculo entre Estado y capital financiero en estas economías.

Lapavitsas (2013) explica lo sucedido a partir de los primeros años de la década de 2000 en las economías “en desarrollo”, en los que el fenómeno de la financiarización adoptaría una forma subordinada, que refleja la naturaleza jerárquica respecto de sus monedas y de su posición en el mercado mundial<sup>34</sup>. En su análisis aclara que éste varía a través de diferentes épocas y entre diferentes países, por lo que su análisis teórico no produce un modelo abstracto de validez general. En su lugar, el análisis especifica sus tendencias subyacentes, y determina la forma particular y el contenido que adquiere en diferentes contextos.

La situación de los países subdesarrollados estaría caracterizada por dos factores que contribuyen a la financiarización de sus economías: el primero, la acumulación de reservas como medio de pago internacional, en su mayoría dólares estadounidenses; el segundo, la entrada de bancos extranjeros, ambos factores impulsados por la apertura de la cuenta de capital. La financiarización de los países subdesarrollados tiene características específicas que reflejan el papel dominante de los países desarrollados en el mercado mundial.

Al analizar los dos factores que caracterizan la financiarización dependiente como impulsados por la cuenta de capital, Lapavitsas habla sobre cada uno de los flujos

---

<sup>34</sup> Este autor utiliza el término “en desarrollo” para referirse al conjunto de países subdesarrollados. Aunque en esta investigación no utilizaremos este término, no lo hemos reemplazado por tratarse de una cita del autor.

de capital que salen e ingresan a la economía. Durante los años 2000 los países “en desarrollo” han recibido capitales por medio de la balanza comercial por el elevado precio de las *commodities*, principalmente, aunque también destaca la importancia del ingreso de IED, a diferencia de la inversión en el corto plazo que se ha mantenido débil. Por otro lado, los flujos netos de deuda han sido negativos, entre otras cosas, por el pago de la deuda con organismos internacionales. En términos netos ha habido un flujo positivo de países pobres a ricos (por el accionar de los agentes públicos de los países “en desarrollo” y desarrollados) que habría financiado a estos últimos.

La acumulación de reservas ha sido posible por medio del comercio exterior por el papel de los bancos centrales, que han evitado la apreciación de sus monedas con el afán de mantener sus niveles. Para poder llevarla a cabo, se han aplicado las políticas de esterilización, que al endeudar Banco Central elevan los tipos domésticos respecto a los internacionales, fomentando las operaciones de descalce. Para mantener las reservas se pagan intereses comparativamente más altos que los que reciben los bancos centrales de las deudas soberanas de países avanzados, que forman parte de sus reservas. Es un costo impuesto sobre el banco central y, por lo tanto, realizado por la sociedad en su conjunto, al igual que el incremento de emisión de su deuda que se da en consecuencia. El resultado es la ampliación de los mercados financieros de las economías subdesarrolladas y la inclusión de los prestatarios privados en los beneficios de los diferenciales de tipos de interés.

La entrada de bancos extranjeros, por su lado, ha orientado la ampliación de liquidez hacia los mercados financieros abiertos, y la financiación a hogares e individuos.

Este análisis vincula el comportamiento del capital financiero con la condición de dependiente de las economías subdesarrolladas, especialmente relacionada con los flujos de capitales internacionales. Al igual que Salama, este autor le otorga al Estado un papel destacado y a los flujos internacionales de capital, aunque consideramos que en este análisis queda opacado el vínculo que existe entre las características de las estructuras productivas y el papel del capital financiero. Si bien menciona que la financiarización subordinada refleja una posición en la economía mundial de estos países, no especifica como las condiciones internas relacionadas con esa posición afectan al comportamiento del capital financiero. Si el fenómeno de la financiarización es diferente y es dependiente, cuáles serían las características que toma en relación a la dinámica económica de estos países.

Los análisis empíricos de espacios económicos concretos que hemos revisado en virtud de obtener herramientas para nuestro trabajo, parten de los enfoques teóricos de la financiarización de los países desarrollados. Firat Demir (2007) incluye a la Argentina en su estudio, recoge indicadores como la tasa de rendimiento cada vez mayor del capital financiero por encima de la tasa del rendimiento del capital fijo, el aumento de la adquisición de activos financieros a corto plazo por las empresas del sector real y la disminución de las tasas de inversión fija<sup>35</sup>.

Lo mismo sucede con Cibils y Allami (2013) que analizan la financiarización en Argentina mediante la mayor procedencia de los beneficios desde canales financie-

---

<sup>35</sup>Demir realiza su análisis en base a Gérard Duménil y Dominique Lévy, Engelbert Stockhammer, James Crotty y Gerald Epstein, entre otros autores.

ros, en lugar de canales productivos o comerciales. Los canales financieros son las actividades relacionadas con la provisión o transferencia de capital líquido a la espera de la obtención de intereses, dividendos o ganancias de capital. El foco del análisis está en la actividad y no en la acumulación (Krippner, 2005). El beneficio es la variable clave que analizan, por un lado, comparando los beneficios entre las diferentes actividades económicas y, por el otro, mediante la procedencia de los beneficios del sector financiero<sup>36</sup>.

Ambos estudios aportan evidencia empírica del comportamiento del capital financiero desde el análisis micro del sector financiero y no financiero, y desde el análisis de los beneficios. Consideramos que estos estudios no incluyen una de las variables claves en los estudios que hablan de la financiarización para el caso de países subdesarrollados: el flujo de capitales internacionales

### **1.1.3 Balance de las aportaciones y definición de conceptos principales**

Nuestra pretensión es el estudio del capital financiero en relación al funcionamiento de la dinámica argentina, es decir, el estudio de su comportamiento como manifestación de lo que sucede en el resto de la economía, asumiendo que existe una influencia mutua. Se trata de una perspectiva no unidireccional, sino holística.

Por un lado, el capital financiero cumple un papel fundamental en la reestructuración del capital productivo<sup>37</sup>, es decir, forma parte de la naturaleza competitiva del sistema. Por el otro, existe un lazo de correspondencia entre la exacerbación de la esfera financiera y las dificultades en la valorización del capital en la esfera productiva.

Ya hemos especificado que no utilizaremos en concepto de financiarización para referirnos a la centralidad del capital financiero en la dinámica económica argentina. De acuerdo a los enfoques que forman parte de nuestra revisión, sus características parecen variar tanto desde las variables que la definen, hasta sus efectos, e incluso entre países, lo que nos acerca a la idea de que el fenómeno de la expansión de las finanzas y sus implicaciones no han provocado un cambio estructural en la economía capitalista. En su lugar, estaríamos frente a la reestructuración de las condiciones de rentabilidad del capital en general (Katz, 2002).

La teoría del valor explica que los precios se forman en el capitalismo en función del tiempo de trabajo socialmente necesario para la producción de las mercancías y del proceso de formación de una ganancia media. Este principio objetivo emergente de la esfera productiva determina en última instancia el curso de todas las variables claves de la economía. Por lo tanto, define también el comportamiento de las instancias financieras. La tasa de interés, el precio de las acciones y el lucro de los especuladores son en general resultantes de la evolución de la tasa de beneficio (Katz, 2002, p.19).

Definimos capital financiero desde tres dimensiones. La primera dimensión es la de los recursos (dinero, créditos, activos financieros), a la que incorporamos una segun-

<sup>36</sup>El enfoque teórico utilizado en este trabajo corresponde a Krippner (2005).

<sup>37</sup>Aunque ello implique que una mayor porción de estas ganancias sean costes financieros (Katz, 2002).



da; la dimensión institucional. Desde ella el capital financiero se refiere a los bancos, las aseguradoras, los fondos de pensiones, los fondos de inversión y los mercados financieros. La tercera dimensión incluye la perspectiva de sujeto, es decir, haremos referencia al capital financiero como fracción de clase, aunque no pueda oponerse al capital productivo, por las dificultades que atañe la delimitación entre ambos en la actualidad. Nuestro concepto de capital financiero incluye el ámbito funcional, su ámbito de actuación y su posición como sujeto dentro de la clase capitalista. Cuando mencionemos a las finanzas, estaremos haciendo referencia al ámbito de actuación del capital financiero. Y en el caso de sector financiero y sistema financiero se utilizarán como sinónimos para hacer referencia al entorno de la actividad financiera, es decir, el conjunto de entidades financieras, inversores institucionales y mercados financieros.

La utilización de la noción de centralidad o gravitación del capital financiero en la dinámica económica no significa, para nosotros, que la discusión gire en torno a la existencia o no de un proceso de financiarización en la Argentina. El objetivo es establecer los parámetros de actuación del capital financiero, de qué forma se interrelaciona con el resto de los elementos del sistema y con qué efectos. A pesar de ello, nos haremos con algunos de los indicadores propuestos por estos enfoques (financiarización) para constatar el lugar preponderante del capital financiero en la dinámica económica. En este sentido, consideramos que su posición central se asocia a variables cuantitativas, relacionadas con:

- El peso de la deuda pública, sus intereses y servicios. Los autores que trabajan en análisis de países subdesarrollados, asocian la preponderancia del capital financiero a la existencia de la deuda pública, especialmente externa (Salama, 2006). En el caso de autores que se dedican a los países desarrollados, la deuda de estos países adquiere importancia en la medida que su renegociación, luego de la crisis de los años ochenta, ha sido el detonante de su integración al escenario financiero internacional (Chesnais *et al.*, 2001; Chesnais, 2003a, 2009). La diferencia está en que los primeros estudian las relaciones que se generan al interior de estas economías como consecuencia de la existencia de la deuda externa.
- El vínculo del sector financiero y las empresas. Los bancos financian en menor medida a las empresas, su negocio se dirige a otras actividades lo que contribuye al crecimiento del negocio financiero, y a la extracción de rentas financieras directamente de los individuos (Lapavitsas, 2013).
- El comportamiento del sector no financiero asociado al capital financiero, relacionado con el hecho de que las empresas realizan funciones que antes realizaban las entidades financieras, a través de su autofinanciación, la inversión en actividades alejadas de su negocio tradicional (Lapavitsas, 2013), la movilización de dividendos de una filial a otra y los mecanismos de fuga de capital.
- Flujos de capital extranjero. La apertura de la cuenta de capital condiciona el papel del capital financiero en las economías subdesarrolladas como Argentina,

acentuando su condición de dependientes en la economía mundial (Lapavitsas, 2013).

A estas variables añadimos una variable transversal de primera importancia para evaluar la centralidad del capital financiero en la dinámica económica que es su rentabilidad.

El elemento cualitativo se asocia al vínculo con el Estado, la capacidad del capital financiero (nacional e internacional) de asegurar sus intereses, como el mantenimiento de los niveles de rentabilidad, y la priorización del pago de acreedores y accionistas, mediante la influencia sobre las decisiones de política económica. La mayoría de los enfoques de la revisión teórica ven una correspondencia entre las políticas económicas y el comportamiento del capital financiero, su expansión, su orientación, el origen de sus rentas y el comportamiento de los flujos internacionales de capital.

Así, definimos la centralidad del capital financiero en la dinámica económica, desde esta perspectiva cuantitativa y cualitativa, ponderada desde la importancia de la rentabilidad y el volumen de las actividades de la esfera financiera, la remuneración de acreedores y accionistas, el papel del flujo de capitales extranjeros para el funcionamiento de la economía, y la representación prioritaria de los intereses de los capitalistas financieros en las decisiones de política económica. El capital financiero ocupa una posición central si existen estas todas estas condiciones o su mayoría.

En la actualidad enormes cantidades de capital financiero son drenadas del ciclo industrial, como parte de la lógica habitual de la economía capitalista. Teniendo en cuenta que en el periodo de circulación el capital no produce valor, estas enormes cantidades no intervienen en la producción de plusvalía pero acceden a las ganancias que la contienen, lo que genera tensiones que se expresan en la interrupción del proceso de producción (crisis) con sus consecuentes efectos en la creación de empleo y en la distribución de la renta. Las dificultades en la valorización propias del sistema capitalista se agravan cuando las enormes ganancias de los capitales financieros acentúan las presiones sobre la creación de plusvalía. Este es el contexto de la economía mundial en el que se encuadrará el estudio de la realidad económica y social argentina.

Por último, definimos a la dinámica económica como el proceso bajo el cual se desarrollan las relaciones de distintos elementos del sistema económico, que posibilitarán la acumulación y la reproducción del sistema. Es por tal razón, que a lo largo del trabajo usamos el concepto de “proceso económico” al referirnos a esta dinámica. No se realizará un análisis pormenorizado de la dinámica económica argentina, por lo que no consideramos la inclusión de ningún enfoque específico en la revisión teórica, sino que se comentarán aspectos muy concretos que darán una idea general de su funcionamiento. La selección de las variables que se incluirán en el análisis es deudora del trabajo de Palazuelos (2000).

**Cuadro 1.1: Cuadro de indicadores.**

Variables	Indicadores
Deuda pública	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deuda Pública/ PIB</li> <li>- Deuda Extranjera Pública/PIB</li> <li>- Stock de Deuda Pública</li> <li>- Deuda Intra- Estado</li> <li>- Coste Implícito (mecanismos de la reestructuración)</li> <li>- Peso de la deuda pública en ingresos fiscales</li> <li>- Peso de la deuda pública en gasto público</li> <li>- Volumen de títulos públicos negociados anualmente</li> <li>- Proporción de títulos públicos en el total de la deuda</li> <li>- Prioridad en el pago de acreedores</li> </ul>
Sector Financiero vínculo sector productivo	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Estructura de propiedad del Sector Financiero</li> <li>- Rentabilidad (ROE) de entidades financieras e inversores institucionales</li> <li>- Tipos de interés, real, activo y pasivo</li> <li>- Tipo Interbancario</li> <li>- Resultados por actividad de entidades financieras e inversores institucionales</li> <li>- Composición de activos de entidades financieras e inversores institucionales</li> <li>- Crédito/PIB, Crédito al sector privado/PIB</li> <li>- Participación de distintos tipos de crédito en el crédito total</li> <li>- Orientación del crédito según actividad económica</li> <li>- Evolución índices bursátiles</li> </ul>
Sector no financiero vínculo con el capital financiero	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Stock de activos externos Sector no financiero</li> <li>- Endeudamiento externo Sector no financiero</li> <li>- Financiación a través del mercado de capitales</li> <li>- Rentas financieras/PIB (Grandes Empresas)</li> <li>- Autofinanciación (Beneficios/IBIF y Ahorro Nacional/IBIF)</li> </ul>
Flujos capital internacional	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Servicios de deuda externa pública</li> <li>- Dividendos repatriados</li> <li>- Saldo de Cuenta de capital y financiera</li> <li>- Inversiones extranjeras</li> <li>- Flujos de endeudamiento externo público y privado</li> <li>- Necesidades de financiación</li> </ul>
<b>Dimensiones de la dinámica económica que se incluyen en el análisis</b>	<b>Indicadores</b>
Estructura productiva	Participación de actividades en el PIB y su evolución
Inversión y Consumo	IBIF/PIB, Consumo/PIB, tasas de crecimiento de inversión y consumo
Distribución del Ingreso	Indicadores sociales, desempleo, desigualdad Distribución funcional del ingreso
Inserción externa Vínculo con el Estado	Exportaciones e importaciones Ámbitos de la intervención

## 1.2 Objetivos e hipótesis de la investigación

La revisión bibliográfica descrita en el primer apartado de este capítulo nos ha permitido establecer los siguientes objetivos en nuestra investigación, relacionados con el lugar del capital financiero en la dinámica económica argentina, tomando como punto de referencia los cambios que se han producido en la orientación de la política económica a partir del año 2002. Estos objetivos son los siguientes:

- Verificar si el cambio de orientación en la política económica ha desplazado o no al capital financiero en su posición central en la dinámica económica.
- Analizar el alcance del giro de la regulación que afecta al ámbito de las finanzas.
- Determinar si el giro de la política económica ha producido cambios de relevancia en el funcionamiento de los mecanismos que dan lugar a la centralidad del capital

financiero.

A partir de estos objetivos generales construimos nuestras hipótesis de investigación bajo la pregunta general de si el capital financiero se ha desplazado de su posición central en la dinámica económica argentina a lo largo del periodo 2002-2012. Esta pregunta se concreta en la siguiente hipótesis principal:

**Hipótesis principal:** El cambio de orientación de la política económica en la post-convertibilidad no ha desplazado al capital financiero de su posición central en la dinámica económica argentina.

Para la confirmación de la hipótesis principal será necesaria la confirmación de cada una de las hipótesis que enumeraremos a continuación.

**Hipótesis complementarias:**

**Hipótesis 1:** La nueva gestión de la deuda pública ha conservado su elevada rentabilidad y, con ello, su elevado peso en las cuentas públicas. Esto ha facilitado que la deuda pública continúe siendo uno de los componentes de las necesidades de financiación del Estado y conserve su capacidad de condicionamiento en las decisiones de política económica, pese a haber dejado de realizar su función como mecanismo principal de atracción de capitales extranjeros.

Para determinar la posición del capital financiero será necesario determinar cuál es la posición que la deuda pública ocupa en este periodo. El vínculo de causalidad entre ambas hipótesis se desprende de dos cuestiones. La primera se relaciona con la revisión bibliográfica de donde surge la necesidad de abordar este vínculo debido al papel que tiene la deuda pública como capital ficticio privilegiado, y por su función en los países subdesarrollados, como mecanismo de integración al sistema financiero internacional que condiciona el comportamiento del capital financiero al interior de estas economías. La segunda de las razones de establecer este vínculo entre la centralidad del capital financiero y la deuda pública, es por la necesidad de confirmar en qué medida ésta ha dejado de ser uno de los mecanismos que daba lugar a la gravitación de la dinámica económica en torno al capital financiero en la década de 1990.

**Hipótesis 2:** Los cambios en la orientación de la política económica en la post-convertibilidad no modifican la débil conexión entre el sector financiero y el ámbito productivo, y dan lugar a que el sector mantenga su elevada rentabilidad en relación con el resto de los sectores de la economía.

El vínculo entre el sector financiero y el ámbito productivo debe analizarse por dos razones. En primer lugar, también es un elemento que se desprende de la revisión bibliográfica. En la actualidad, la banca desvía su actividad hacia la financiación al consumo y hacia la tenencia de títulos públicos. Este es uno de los rasgos de las nuevas finanzas y uno de los elementos que permiten evaluar su primacía. En segundo

lugar, un proyecto productivo como el que se habría establecido en Argentina luego de la crisis, exigiría una orientación contraria a la antes descrita, es decir, el crédito debería estar al servicio del ámbito productivo.

**Hipótesis 3:** Los cambios en la regulación del ámbito financiero no limitan significativamente la salida de capitales, que sigue presionando sobre las necesidades de capital de la economía argentina, contribuyendo a la continuidad de su dependencia financiera.

La inclusión de los flujos de capital internacional en el análisis es necesario para determinar la centralidad del capital financiero en la dinámica económica, dada la influencia que estos flujos tienen en el comportamiento del capital financiero en el interior de las economías, y porque su análisis nos permite establecer si existe o no dependencia de capitales extranjeros.

### **1.3 La propuesta metodológica de la investigación**

La modalidad que hemos utilizado para abordar nuestro objeto de estudio es la explicación histórica, es decir, la explicación de un determinado hecho económico que se sustenta en otros hechos del pasado.

La definición de esta modalidad utilizada en la Economía Aplicada la encontramos en Ramos (2003):

Al referirse a un hecho ya acaecido presenta como su explicación, o razón de ser, otro u otros, que le preceden en el tiempo. Toda explicación histórica será, por tanto, concreta, porque los hechos a explicar suelen serlo, cronológica, porque esos hechos ocurren en el tiempo y, casi siempre, multicausal, porque raramente una sola causa basta para explicar un hecho no experimental (Ramos, 2003, p.409)

El objetivo de una investigación económica, basada en esta metodología, es la construcción de una explicación que narre la sucesión de factores que se supone condujeron a la realidad que se intenta explicar.

A través de las distintas vertientes teóricas se han seleccionado las variables y las relaciones causales más importantes, que desde nuestro punto de vista, explican la realidad del capital financiero en Argentina, teniendo en cuenta para ello, las circunstancias particulares del caso. Es decir, los antecedentes de la cuestión, las condiciones que lo categorizan como un país subdesarrollado, y la actualidad de la economía mundial en la que se encuadra el periodo de la investigación.

Esta modalidad, si bien tiene como punto de partida las distintas teorías que conformarán el esquema genérico de causalidades, y se enriquece con hechos históricos y circunstancias específicas del caso, también se apoya en elementos empíricos.

El enfoque general desde el que abordaremos nuestra argumentación es el enfoque sistémico, es decir, la comprensión de la realidad como un todo compuesto de distintos elementos relacionados entre sí. Las características del “todo” no corresponden a la suma de las características de los elementos que lo componen, sino que su

interrelación lo dota de características propias y singulares, que los elementos individualmente no podrían poseer. Desde este enfoque, no sólo se tiene en cuenta las características y el funcionamiento del sistema, sino también, las características y funcionamiento de los elementos que lo componen.

Por otro lado, la elección de la metodología histórica se ha realizado por ser una metodología que contempla en la explicación los hechos económicos en relación con la dinámica social, e incluye en la narración otros elementos de la realidad no económicos (políticos, institucionales, etc.).

En este sentido la explicación habrá de ser, básicamente económica, si bien, en cuanto se intenta no desconectar lo económico de lo social, aparecerán enseguida factores no económicos: aquellos que muestran las relaciones de lo económico con el conjunto social (Ramos, 2003, p.411).

Teniendo en cuenta lo antes comentado, comenzaremos con la narración de lo ocurrido en la década de 1990, cuando el capital financiero era el centro de la escena económica, patrocinado por la aplicación del Plan de Convertibilidad y las medidas de apertura y ajuste fondomonetaristas (capítulo 2). Tomaremos luego los cambios producidos en la orientación de las medidas de política económica que afectan a las finanzas a partir de 2002, como nuestra variable independiente, para analizar sus efectos en la actuación del capital financiero, es decir, constatar si hubo o no un desplazamiento de su posición central (capítulo 3).

Se analizarán los efectos del giro del modelo macroeconómico en aquellos elementos que hemos considerado claves para dar cuenta la centralidad de las finanzas y que se desprenden de la revisión teórica, pero también de las características específicas presentes en la economía argentina en el periodo anterior (capítulo 4, capítulo 5, capítulo 6 y capítulo 7).

Para el análisis incluiremos de forma parcial instrumentos de los enfoques que tratan sobre la actualidad de las finanzas, lo que nos permitirá estudiarlas en su posición gravitatoria o no, sin perder de vista que las distorsiones que su expansión puede generar responden en última instancia a la agudización de las contradicciones del funcionamiento de la actividad productiva. La centralidad del capital financiero, entendida como su expansión y margen de influencia en el resto de agentes, no responde a una lógica autónoma, sino de las condiciones de la actividad productiva que es, en definitiva, de quien dependen sus ingresos. Al mismo tiempo, no se trata de un camino de una sola dirección, el capital financiero, tal como ha sido definido en este trabajo, mantiene su influencia sobre él, a través del impulso del proceso de acumulación y la profundización de sus contradicciones.

Bajo estas premisas se analizarán como factores explicativos del papel del capital financiero en la economía argentina en el periodo 2002-2012:

1. Los cambios que se han producido en el papel de la deuda pública y el vínculo con el Estado.
2. El vínculo del sector financiero y la actividad productiva.

3. El rol que ocupan los flujos de capital financiero internacional, tanto de salida en donde el sector no financiero es protagonista, como de entrada, donde las necesidades de financiación en relación con las capacidades de financiación de la economía se convierten en un elemento primordial en economías con una posición dependiente en la escena mundial.
4. Como variable transversal de análisis tomaremos el volumen de las rentas financieras y la rentabilidad financiera, por estar presentes en las variables mencionadas como indicador cuantitativo de la posición central del capital financiero.

Para concluir, ubicaremos estos elementos en relación a las variables de la dinámica económica que consideramos de mayor relevancia para explicarla y que están más estrechamente relacionadas con nuestro objeto de estudio, con el fin de constatar si se ha desplazado o no de su posición central (capítulo 8).

En el análisis empírico se han incluido algunos datos cuya validez ha sido cuestionada por el ámbito académico a partir del cambio de modalidad implementado en 2007 por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos de la Argentina. Este cambio de metodología habría subestimado el cálculo de la inflación lo cuál habría afectado el cálculo de PIB y sus componentes. En una consulta realizada al investigador Juan Santarcángelo, investigador adjunto del CONICET y profesor de Economía Política en la Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO), nos confirmó que en el ámbito de la investigación se tomaban como válidos los datos oficiales con base en el año 1993, ajustando los datos del 2012 (donde la economía no habría crecido). No obstante, no habría fuentes alternativas del todo fiables sobre el cálculo de como se distribuye el PIB entre los distintos sectores de la economía, razón por la cual hemos decidido tomar la serie oficial con año base 1993 completa.

\*\*\*

Hemos establecido en este capítulo el encuadre teórico y la metodología desde el que iniciaremos nuestra investigación. A partir de estos elementos iniciaremos el trabajo con la narración de lo acontecido en la década de 1990, en el marco de las medidas de ajuste fondomonetaristas. De la revisión de estos antecedentes se desprende, como hemos mencionado en la introducción de este trabajo, la justificación, en buena medida, del interés que revierte esta investigación.

## **El rol del capital financiero en la dinámica económica entre 1990 y 2001.**

---

Antes de comenzar con el análisis que nos permitirá desvelar el rol que tiene el capital financiero en la dinámica económica en los años posteriores a la crisis del 2001, es necesario hablar de lo sucedido en el periodo anterior. No sólo con el fin de contextualizar nuestro objeto de estudio, sino también porque a partir de lo sucedido en el periodo anterior, se pone de manifiesto la relevancia de estudiar el capital financiero en este periodo de la post-convertibilidad. Dicha relevancia se desprende de las diferencias que se aprecian en dos ámbitos; por un lado, la orientación de la política económica y el papel del Estado; por el otro, el supuesto desplazamiento del papel central de la deuda pública. En el análisis de los antecedentes se destacan dos de las variables, correspondientes con estos dos ámbitos, necesarias para concluir si la posición predominante del capital financiero se mantiene en la dinámica económica: el mecanismo de la deuda pública como eje del ámbito especulativo (en su papel como captora de capitales extranjeros y de generadora de elevadas rentabilidades) y la dependencia financiera (en donde las necesidades de financiación del Estado, por diversas razones, destaca como una de sus principales causas).

En este capítulo veremos, en primer lugar y de forma sintética, los rasgos principales de la política económica del periodo anterior, principalmente las medidas que afectan más directamente el ámbito de las finanzas. Nos centraremos en lo sucedido en los años noventa, pero haciendo mención de algunos hitos determinantes del periodo que va desde 1976 a 1989, por la importancia que han tenido ciertas medidas en lo acontecido posteriormente. A partir de entonces, los cambios que se producen en la economía mundial orientaron la evolución de la economía argentina, configurándose el fin del modelo de acumulación basado en la industrialización por sustitución de importaciones (ISI), para dar paso a otro modelo en el que las finanzas cobraron importancia en la valorización de capitales<sup>38</sup>.

En segundo lugar, se describirán los sujetos que participaron en la expansión de las finanzas y sus relaciones, poniendo de manifiesto el papel desempeñado por el capital financiero en la dinámica económica en ese momento. Para finalizar, se analizará lo sucedido en diciembre de 2001, así como las estrategias propuestas por los sectores de la clase dominante para salir de la crisis, antecedente fundamental para comprender el camino que siguió, a partir de entonces, la política económica del país.

---

<sup>38</sup>Algunos autores han dado el nombre de “valorización financiera” al modelo de acumulación que reemplaza a la ISI (Basualdo, 2006).



## **2.1 El marco general de políticas económicas y el proceso de acumulación de los años noventa**

Si bien la consolidación del proceso de acumulación, en el que la apropiación de valor por el capital financiero adquiere importancia, se produce en los años noventa con la aplicación y profundización de las medidas de ajuste estructural, su configuración no puede entenderse sin los acontecimientos políticos y económicos sucedidos una década y media antes.

A lo largo de los años que van de 1976 a 1983, en el marco del gobierno militar y al hilo de lo que sucedía en la economía mundial, se producen ciertos cambios que configuraron el fin del modelo de acumulación basado en la ISI para dar paso a otro modelo en el que las finanzas cobran importancia en la valorización de capitales. Tras el agotamiento del modelo fordista, a finales de los años sesenta, y el desplazamiento del capital hacia los recursos financieros, la liquidez internacional creció, influenciada también por el aumento de los precios del petróleo y los desequilibrios del comercio exterior norteamericano. Este exceso de liquidez se orientó, principalmente, a financiar a países subdesarrollados, integrando sus mercados a los circuitos financieros internacionales de los que hasta ese momento se encontraban al margen.

Por su parte, el gobierno de facto, establecido en 1976, implementó una serie de medidas dirigidas a reestructurar la economía argentina, haciendo perder peso a la industria y debilitando, con ello, a la clase trabajadora a través de sus efectos negativos sobre el empleo<sup>39</sup>.

En el marco concreto de las finanzas, los elementos fundamentales que marcaron el curso de lo sucedido posteriormente están relacionados con la reforma financiera de 1977, y con la liberalización comercial y financiera.

La reforma financiera se basaba, fundamentalmente, en dos leyes: la Ley 21.495, que acababa con la descentralización de los depósitos, y la Ley 21.526, que consistía en un nuevo régimen de entidades financieras<sup>40</sup>. Con dicha reforma se pone fin a tres principios básicos sobre los que se fundamentaba el sistema financiero en el anterior modelo: la nacionalización de los depósitos por parte del Banco Central de la República Argentina (BCRA)<sup>41</sup>, el control del tipo de interés por esta entidad (se liberalizan los criterios de los bancos en la fijación del tipo de interés nominal) y la escasa accesibilidad al crédito exterior del sector privado. El nuevo régimen de entidades financieras permitía la expansión de entidades ya existentes (a través de la participación accionaria en otras), la apertura de nuevas entidades nacionales y extranjeras, y recreaba la figura de prestamista de última instancia del BCRA (Basualdo, 2006).

A la luz de estos cambios el sistema financiero dejaba de estar en función de las necesidades de la industria. De forma generalizada comenzaba a funcionar en la economía el mecanismo de los intereses elevados que superaban, significativamente, los niveles internacionales. Este mecanismo permitía captar capitales en el corto plazo

<sup>39</sup>Se realizaron reformas laborales que también afectaron al empleo y los salarios.

<sup>40</sup>Un análisis más completo de la reforma financiera puede encontrarse en Frenkel (1980).

<sup>41</sup>Se reemplaza el sistema en el que las reservas representaban el 100 % de los depósitos por otro de reservas fraccionarias (45 %) remuneradas.

con el fin de compensar los desequilibrios comerciales y fiscales, pagar la deuda y financiar la propia fuga de capitales. La reforma financiera facilitaba que el ámbito financiero se convirtiera en el eje del proceso, modificando las condiciones de rentabilidad a favor de la valorización especulativa y en contra de los sectores productivos, que cada vez tenían más dificultades para financiarse. La ley de entidades financieras, aunque con algunas reformas, continuó vigente a lo largo de todo nuestro periodo de estudio.

Las medidas de liberalización comercial y financiera, por su parte, marcaron el rumbo de la reforma estructural, perjudicando a la industria por sus problemas de competitividad, y favoreciendo el endeudamiento externo público y privado. El endeudamiento privado fue una de las principales causas del crecimiento de la deuda pública, ya que su posterior estatización, en momentos donde los tipos internacionales se elevaron, se convirtió en una de las razones por las que parte de la deuda pública, en la actualidad, es considerada ilegítima<sup>42</sup>.

Además de su papel en la orientación de la política económica y de su endeudamiento, el Estado fue fundamental por su doctrina represiva, que viabilizó la instauración del nuevo modelo a través de la persecución y desaparición de individuos, y mediante su acción en contra de los organismos sociales, especialmente los que tenían que ver con la organización de los trabajadores<sup>43</sup>.

La dictadura instauró forzosamente un nuevo modelo de acumulación acorde a las tendencias internacionales. Según este modelo, parte del capital se parecía valorizarse sin necesidad de las relaciones sociales con el trabajo presentes en el proceso productivo, es decir, a través del crecimiento del capital ficticio en la economía, especialmente vinculado al endeudamiento del Estado.

Teniendo en cuenta la reestructuración económica y social que sufrió Argentina, sintetizar la herencia de este periodo en estos elementos puede resultar reduccionista. No obstante, consideramos que, con el fin de ubicar nuestro objeto de estudio y poner de manifiesto su relevancia, éstos son los elementos que resultan fundamentales para explicar la evolución que siguió la política económica en los años noventa, con importantes consecuencias en el papel de las finanzas.

Lo sucedido en la década de 1980 ofrece otros dos factores explicativos de lo acontecido en la década posterior: la crisis de la deuda, que comienza con el cese de pagos en 1982 por parte de México, y la aparición del FMI y el Banco Mundial como intermediarios de los acreedores internacionales. Estos organismos establecerán condiciones, marco de las políticas económicas implementadas por los países deudores, para reestructurar sus deudas y obtener nuevas financiaciones<sup>44</sup>.

El retorno de la democracia en 1983 estuvo acompañado de políticas alineada a la ISI, en las que la estatización de deuda seguía ocupando un lugar importante, mientras que los tipos de interés continuaban siendo elevados. El gobierno no tuvo en cuenta

---

<sup>42</sup>Se otorgaron seguros de cambio y subsidios para compensar las fuertes devaluaciones producidas al final del periodo. En 1982 se estatizó la deuda externa privada, refinanciándose con títulos públicos. Para un tratamiento más profundo del tema consultar Basualdo (1987).

<sup>43</sup>Para más información sobre el periodo 1976-1983 consultar Rapoport (2000).

<sup>44</sup>Para más información sobre el carácter y lineamientos de estas medidas consultar Xabier Arrizabalo Montoro (1997).

los cambios profundos que se habían producido en la estructura económica argentina, razón por la que no lograron el objetivo de reactivar el crecimiento y reanudar el pago de las obligaciones internacionales.

Con la llegada de las medidas de corte neoliberal de los años noventa, en el marco de la renegociación de la deuda externa, el capital financiero realza su rol protagonista en la dinámica económica.

Carlos Menem asumió la presidencia el 8 de julio de 1989, tras el retiro anticipado del anterior mandatario Raúl Alfonsín. Su gobierno se caracterizó por un cumplimiento exhaustivo del recetario del Fondo Monetario Internacional para la renegociación de la deuda externa, cuyo pago fue suspendido en la etapa anterior. En un escenario de crisis marcada por la hiperinflación, el déficit fiscal, el desequilibrio en la Balanza de Pagos y la recesión económica se toman dos de las medidas más determinantes de la época: la Ley de Reforma del Estado (23.696) y la Ley de Emergencia Económica (23.697), que marcaron los ejes estratégicos de la política económica.

Además, se llevó a cabo un proceso de privatización, que dejó en manos privadas casi la totalidad de las empresas públicas, al tiempo que se suspendieron los subsidios al sector privado y se acabó con el sistema “compre nacional”<sup>45</sup>. Para completar el conjunto de medidas, se liberalizaron las inversiones extranjeras y se otorgó autonomía al Banco Central.

La reforma tenía tres pilares: el Plan de Convertibilidad, cuyo supuesto objetivo era estabilizar los precios al largo plazo y alentar el ingreso masivo de capitales extranjeros, por el atractivo de los altos tipos de interés y las altas tasas de ganancia; la apertura comercial, que buscaría disciplinar los precios internos y aumentar la productividad a través de la competencia extranjera; y las privatizaciones, que buscarían sanear las cuentas públicas y aumentar la eficiencia y calidad de los servicios públicos (Neffa, 1998). Además, era imprescindible “ajustar” al Estado, retirarlo de la actividad económica, aliviando la transferencia de recursos hacia los sectores de la clase dominante, aunque estos serían compensados mediante nuevos espacios de obtención de ganancia (privatizaciones).

El Plan de Convertibilidad establecía un tipo de cambio fijo de un dólar igual a un peso y un 100 % de reservas respaldando la emisión. Se trataba de una política monetaria restrictiva que buscaba frenar la inflación de demanda generada por la emisión de moneda (exceso de liquidez).

El gran perjudicado de esta medida resultó ser el sector productivo, por la pérdida de competitividad en las exportaciones y la entrada de importaciones baratas con las que los productos argentinos no podían competir. Sin embargo, frenó la inflación y permitió la estabilidad requerida para la entrada de capitales, que compensarían el déficit de la cuenta corriente, que la propia sobrevaluación de la moneda provocaba. Como resultado, el Estado perdió la posibilidad de gestionar el tipo de cambio y de utilizar la herramienta de la política monetaria para regular la oferta de dinero.

La apertura comercial contribuyó a esta causa, perjudicando aún más a las industrias que habían sobrevivido a la liberalización de mediados de los años setenta y a los

---

<sup>45</sup>Se trataba de una ley que daba preferencia en las compras del Estado a bienes y servicios de empresas nacionales.

desequilibrios de los años ochenta. A su vez, la apertura financiera facilitaba la entrada de capitales dirigidos a la adquisición y concesión de empresas estatales, promovida por las privatizaciones, y a inversiones especulativas (especialmente la adquisición de títulos de deuda pública).

Numerosas empresas cerraron sus puertas al no poder hacer frente a los precios, la calidad y la variedad de los productos extranjeros. En 1974 la economía contaba con 126.388 empresas industriales, en 1994 habían disminuido hasta 101.524, y en 2003, luego de la crisis, el número de empresas industriales era de 84.971<sup>46</sup>. Esto tomó forma en una caída de la participación de la industria en el PIB que pasó del 20 % en 1980 al 15,4 % en 2001, según datos del INDEC.

Las primeras privatizaciones se produjeron a principios de 1990. Para poder acceder a las licitaciones era necesario formar parte de un consorcio, que debía estar compuesto por empresas transnacionales, un banco extranjero y algún grupo económico local (Kulfas *et al.*, 2002; Thwaites Rey, 2003). Por un lado, este proceso tuvo importancia en tres aspectos: el primero es la transformación estructural<sup>47</sup> a la que contribuyó, el segundo la transferencia de recursos a los sectores dominantes<sup>48</sup>, y el tercero es su papel en la valorización financiera de capitales, en la medida en que la venta de las participaciones de los grupos económicos locales, a mediados de la década de 1990, se convirtieron en fondos susceptibles de ingresar al circuito financiero, valorizarse y salir del país. Por otro lado, la participación directa del capital financiero internacional (bancos transnacionales de los consorcios) permitía la obtención de dividendos de las empresas cuyos beneficios estaban garantizados, al igual que la posibilidad de beneficiarse de su conversión en sociedades de participación susceptibles de ser vendidas en los mercados secundarios.

Las características del proceso contribuyeron a la concentración y centralización de capital, así como al aumento de la presencia de propietarios extranjeros en la economía. Estas tendencias se acentuarán con el aumento de las fusiones y adquisiciones de éstas y otras empresas, en la segunda mitad de la década<sup>49</sup>.

Por último, el salario indirecto se redujo de manera que la población tuvo que asumir, a partir de ese momento, un coste mayor por el acceso a los servicios públicos.

Las privatizaciones no consiguieron sus objetivos supuestos, ya que el equilibrio de las cuentas fiscales fue temporal y los logros en términos de calidad dudosos. Pero sí se consiguieron los objetivos subyacentes; en primer lugar, resolvieron el conflic-

---

<sup>46</sup>Según datos del Censo Nacional Económico 1994 y 2004, Resultados Definitivos, Serie C Nro. 1 del INDEC.

<sup>47</sup>El alcance de las privatizaciones es lo que determina su importancia en los cambios de carácter estructural de la economía. Afectan a una amplia gama de sectores, entre ellos al productivo, en primer lugar, por el aumento de las tarifas por parte de los consorcios propietarios, que eleva los costes, reduciendo la competitividad, y en segundo lugar, por el cierre de empresas locales que pierden a su principal cliente: el Estado. Un análisis detallado del proceso puede encontrarse en Thwaites Rey (2003).

<sup>48</sup>Las privatizaciones dan acceso a enormes mercados cautivos con ganancias garantizadas, por otro lado, en el proceso argentino se realizaron numerosas concesiones que favorecieron enormemente a las empresas participantes. Para más información véase Azpiazu y Basualdo (2004).

<sup>49</sup>A partir de 1995, los grupos económicos locales comienzan a vender sus paquetes accionarios de las empresas privatizadas, así como de grandes empresas oligopólicas industriales y comerciales, a las transnacionales presentes en el país (Basualdo, 2006, 2011).

to entre acreedores externos, que capitalizaron su deuda<sup>50</sup>, y los grupos económicos locales que, a cambio de la pérdida de los subsidios del Estado, se convirtieron en propietarios (Azpiazu y Basualdo, 2004); en segundo lugar, el Estado redujo su intervención en la economía al perder la influencia que podía ejercer a través de sus empresas.

Aunque hayamos definido las reformas bajo estos tres pilares fundamentales, la desregulación de los mercados, en especial del mercado de trabajo, también formó parte esencial del conjunto de medidas de ajuste. La desregulación del mercado laboral se llevó adelante para aumentar la competitividad a través de la reducción de costes laborales (estrategia que también estará presente a partir de 2002, pero en esta ocasión bajo el mecanismo de la devaluación). Como resultado, el salario perdió participación en el ingreso, pasando del 32 % en 1990 al 28 % en 2001 (Neffa, 1998; Basualdo, 2006). Además, se redujo el salario real por la presión del desempleo (ya existente pero acentuado por el cierre de numerosas empresas y por la expulsión de fuerza de trabajo de las privatizadas) y por la reducción de los salarios indirectos como consecuencia de la pérdida de derechos, la subida de las tarifas de los servicios públicos y la privatización del sistema de pensiones<sup>51</sup>.

Por otro lado, el desempleo aumentó del 8,6 % en mayo de 1990, al 18,3 % en octubre de 2001 (cuando en mayo de 1974 alcanzaba el 5,4 %)<sup>52</sup>. El salario se convirtió en la variable de ajuste, ampliándose el margen de ganancias del capital, permitiendo, a su vez, su apropiación creciente por la fracción financiera.

En otro orden de cosas, el sector financiero fue uno de los sectores que sufrió una profunda reestructuración. En 1991 el “Decreto de Desregulación” suprime el impuesto sobre la transferencia de valores, se desregulan las comisiones de los operadores de bolsa y se incentiva la cotización de nuevas empresas (Damill *et al.*, 2003b). La ley de Entidades financieras se modifica, otorgándole igual tratamiento a los bancos extranjeros respecto de los nacionales, además de eliminarse el bloqueo a la entrada de nuevas instituciones al sistema financiero en 1993. Al año siguiente entró en vigencia la reforma previsional que introdujo nuevos actores en el sistema financiero: las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP).

Con respecto a la reforma previsional, se configuró un sistema mixto en el cual el trabajador podía elegir si permanecer en el sistema estatal o colocar sus fondos en un sistema de capitalización. En este último caso, los fondos serían administrados por las AFJP. Dicha reforma se basaba en los supuestos teóricos del Banco Mundial, que sostenían que el sistema de capitalización mejoraría el sistema financiero, asegurando una mejor intermediación entre ahorro e inversión. De esta forma, los fondos pasarían a formar parte del mercado de capitales, que los asignaría eficientemente a

<sup>50</sup>Se permitía el pago de las participaciones con títulos de deuda pública, lo que redujo el ingreso de liquidez que el Estado percibió por estas ventas, acentuado por el hecho de que el valor en el mercado de dichos títulos se hallaba muy por debajo de su valor nominal.

<sup>51</sup>Dentro de las medidas que se tomaron en esos años, se dejaron de indexar los salarios, vinculando su evolución a la productividad, se limitó el derecho a huelga, se descentralizaron las negociaciones colectivas, se instauraron nuevas formas de contrato temporal, se redujeron los aportes patronales y las asignaciones familiares, y se redujeron las indemnizaciones por despido (Basualdo, 2006).

<sup>52</sup>Series históricas de la evolución de la tasa de desempleo de 1974 hasta 2002 del INDEC.

las inversiones más rentables.

Lo cierto es que estos inversores institucionales pasaron a financiar al Estado, puesto que se estableció legalmente que el 50 % de los fondos debía invertirse en títulos públicos, lo que permitiría financiar el pago de las jubilaciones que permanecían en el sistema público en aquel momento (Rapoport, 2000). Las jubilaciones del antiguo sistema se pagarían con aportes de los actuales trabajadores como antes de la reforma, con la diferencia de que, para ello, ahora el Estado debía pagar intereses. La participación de los fondos en inversiones productivas fue marginal y, a cambio, Argentina se uniría a la tendencia internacional de incorporar a los mercados financieros los fondos provenientes de las aportaciones de los trabajadores. Los ingresos de los jubilados se vincularían, a partir de ese momento, al movimiento del mercado de valores y dejarían de depender de la política de distribución (Martínez González-Tablas, 2007).

Por otro lado, la reforma del sistema de jubilaciones es una de las formas en las que se traspasaron fondos públicos al sector privado con intenciones de aumentar los espacios de valorización del capital, con implicaciones profundas en términos de redistribución, ya que limitaron los derechos de pensión y redujeron los salarios indirectos (Basualdo, 2006).

El proceso de acumulación vigente en el periodo de la convertibilidad se caracterizó por una estructura productiva en la que prevalecerán actividades sustentadas en ventajas comparativas naturales (alimentos, bebidas, refinación de petróleo e industria petroquímica, celulosa y papel) y algunas industrias protegidas por regímenes excepcionales como la automotriz. Todas ellas oligopólicas, con una participación del 65 % de la producción y del 75 % de las exportaciones (Basualdo, 2006, p.318). En contraposición, las industrias textil y de confección perdieron relevancia por la caída de la demanda interna, al igual que las productoras de bienes de capital (cuyo desarrollo fue limitado en el periodo de industrialización) por ser incapaces de competir con la importación.

La caída de los salarios y la precarización del trabajo afectaron a la demanda interna, lo que impactó en las inversiones y en la producción. A su vez, la reestructuración sectorial reforzaba los efectos de estas medidas con la expulsión de mano de obra que contribuía a la reducción del salario real.

La reestructuración en el ámbito productivo, las medidas implementadas y la necesidad de divisas para el pago de la deuda externa contribuyeron a la reprimarización de las exportaciones (recursos primarios e industrias de poco valor añadido vinculadas a ésta), caracterizada por la volatilidad de los precios internacionales. Según datos del INDEC, en 2001 las exportaciones de manufacturas de origen industrial (MOI) representan el 31,3 % de las exportaciones totales, mientras que la suma de las exportaciones primarias y sus industrias derivadas supera el 50 % del total de las ventas al exterior (productos primarios 22,8 %, manufacturas de origen agropecuario (MOA) 28,1 %).

Las medidas de apertura comercial y la paridad cambiaria facilitaban las importaciones de bienes de capital y equipos, en la medida en que resultaban más baratas que los producidos en el país. El hecho de que aumentara el número de empresas en

manos de capitales extranjeros acentuaba esta tendencia importadora, por ser más proclives a adquirir insumos y maquinaria de sus casa matrices o empresas asociadas, que de las empresas de origen nacional.

Pero no debemos olvidar que el conjunto de estas medidas tenía, en definitiva, el fin último de posibilitar el pago a los acreedores externos. A través de ellas, las divisas que no podían entrar vía comercio internacional, puesto que paradójicamente fomentaban el déficit comercial, lo hacían a través de la deuda pública externa, una vez restablecidas las relaciones con los acreedores internacionales. Estas divisas financiaban el propio pago de la deuda, la fuga de capitales y mantenían en funcionamiento el Plan de Convertibilidad.

## **2.2 La participación del Estado, los sectores de la economía y el capital financiero internacional en la expansión de las finanzas**

En el trasfondo de las medidas implementadas desde mediados de los años setenta, se encontraba la intención de realizar un profundo cambio en la economía argentina hacia un modelo en el que la actividad productiva representara un espacio cada vez menor, concentrado en unas actividades de poca creación de valor añadido y orientada, mayoritariamente, a la exportación (al menos los sectores que más contribuían en términos de producto). En este modelo el centro de gravitación se hallaba en las finanzas, principalmente sustentadas por los mecanismos que se desarrollan a partir de las necesidades de financiación externa del Estado: la política económica y el peso creciente de la deuda pública. El plan de convertibilidad prohibía la financiación fiscal a través de emisión de moneda, y el equilibrio de las cuentas públicas era una de las condiciones de la renegociación de la deuda externa. La deuda pública se convirtió, entonces, en el eje central de la actividad especulativa en este periodo. En este proceso centrado en el endeudamiento público y fomentado por el modelo macroeconómico también intervenían el sector financiero, a través de su contribución a la financiación pública en detrimento de la privada (especialmente la productiva), y el sector no financiero, a través de la fuga de capitales y de un comportamiento más “financiarizado”. Todo esto se traducía en un aumento de la dependencia del capital financiero internacional para el funcionamiento del modelo.

### **2.2.1 La participación del Estado**

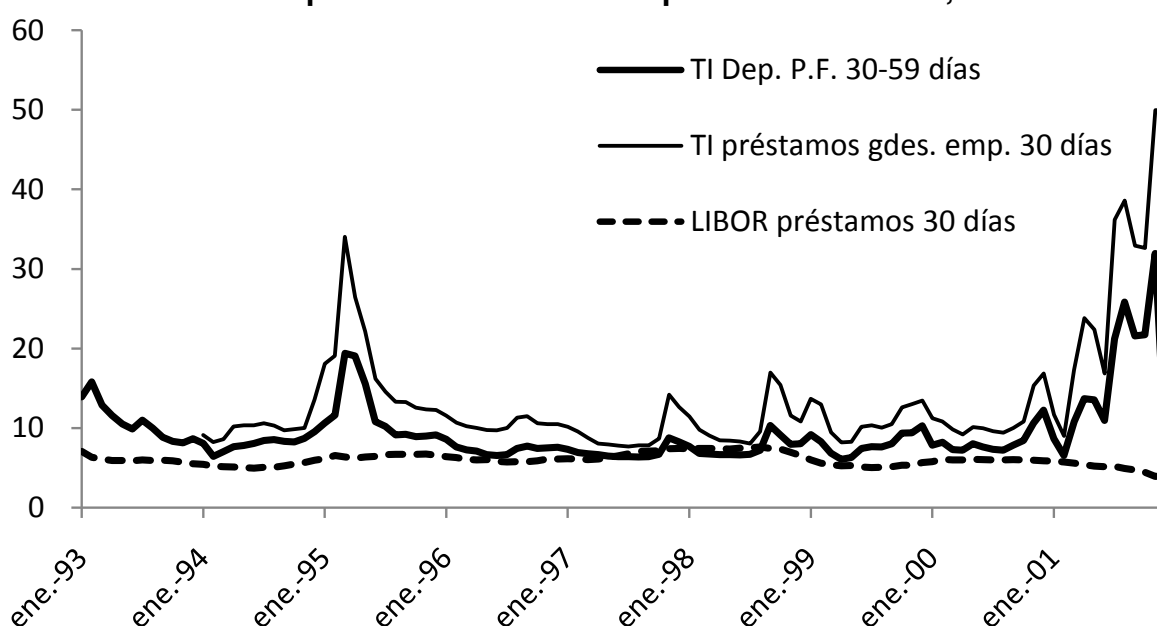
Las necesidades de financiación del Estado provenían del déficit fiscal resultado, principalmente, de la tendencia creciente que siguió al pago de intereses de la deuda soberana (Damill *et al.*, 2003a; Rapoport, 2000; Basualdo, 2006). Los desequilibrios que comenzaron a presentarse en las cuentas públicas, pese al alivio transitorio que representaron las privatizaciones y el Plan Brady en un comienzo, tuvieron parcialmente su origen en la privatización del sistema previsional, que golpeó duramente a las finanzas públicas. No obstante, esta pérdida se fue compensando con recortes en los sueldos y salarios, en los gastos operativos y en las inversiones públicas, y con la contención de los gastos sociales. Esto permitió mantener el superávit primario duran-

te casi toda la década, lo que deja como responsable principal del origen del déficit a los gastos financieros<sup>53</sup>.

La necesidad de capitales para el pago de la deuda pública llevó a un incremento de la misma, pasando del 29,4 % del PIB en 1993, al 37,6 % en 1998 y al 53,7 % en 2001. A su vez, los intereses pagados pasaron del 10 % de los ingresos corrientes en 1993 al 14 % en 1998, llegando a ser el 28 % en 2001, aunque en este último caso deba tenerse en cuenta el impacto de la caída de la recaudación<sup>54</sup>.

La dependencia de ahorro externo hizo de los intereses ofrecidos por los títulos públicos el catalizador de las elevadas rentabilidades financieras. A medida que avanzaba la década, aumentaba el riesgo percibido por los tenedores de deuda, por lo que el atractivo para asumirlo debía ser cada vez más alto.

**Gráfico 2.1: Tipos de interés nominal promedio mensual, 1993-2001.**



Fuente: Banco Central (BCRA).

La cancelación de obligaciones y el mantenimiento de la cobertura de la base monetaria hacían necesario más endeudamiento a tipos de interés superiores respecto de los tipos internacionales. Ante la imposibilidad de financiar el desequilibrio fiscal con emisión de dinero, el déficit público impulsó la toma de nuevos créditos, que implicaron intereses más elevados y más déficit (que a su vez elevó más la deuda, dando lugar a un nuevo incremento de tipos de interés) (Rapoport, 2000). El crecimiento de la deuda y los desequilibrios en las cuentas externas, como consecuencia de la sobrevaluación de la moneda, elevaban el riesgo país, que presionaba todavía más el alza de los tipos de interés y ampliaba el diferencial con los tipos internacionales, como puede verse en los datos presentes en el gráfico 2.1. La diferencia entre los tipos nacionales para préstamos a 30 días y la tasa LIBOR para el mismo plazo, resulta muy significativa, si bien en Agosto y Septiembre de 1997 llegaron a niveles similares. En

<sup>53</sup>Para ampliar este tema consultar (Damill *et al.*, 2003a).

<sup>54</sup>Series estadísticas de la CEPAL y del Boletín Fiscal (1993, 1998 y 2001) del Ministerio de Economía (MECON).



1994 la diferencia rondaba aproximadamente los 4 puntos porcentuales, ampliándose en 1995 y 1996. A finales de 2001 la distancia entre ambos llegó a su punto máximo, cuando el tipo de interés para préstamos a 30 días alcanzó el 50 %, frente al 4 % de la tasa LIBOR. Los tipos se disparaban, especialmente, en momentos de crisis (1995 y 2001) ante la posibilidad de que dejaran de entrar capitales o se produjera una salida masiva de recursos.

La importancia de la deuda como eje de la actividad especulativa radica en su capacidad de atracción del capital financiero internacional, y en su peso, cada vez mayor, que contribuía a elevar las rentabilidades. La tendencia creciente de los intereses permitían que el proceso de dependencia se retroalimentara.

Sin duda, los títulos de deuda pública se convierten en esta década en los activos financieros más importantes en el mercado de valores. Si tenemos en cuenta el volumen de transacciones de los títulos de deuda y de las acciones, veremos que el primero irá ganando terreno a lo largo de la década. En 1993 se negociaron 198 millones de pesos en acciones y 31 millones en bonos públicos, según datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta proporción se invirtió en 1995, cuando el volumen negociado de valores públicos duplicó al de acciones (66.100 millones de pesos versus 32.000 millones de pesos). Este comportamiento se mantendrá a partir de entonces. En 1996 la diferencia se amplió significativamente, se comerciaron 31.300 millones de pesos en acciones y 131.000 millones de pesos en valores públicos, incluso en 2001, en plena crisis, los valores estaban a favor de los títulos del Estado, 16.600 millones de pesos frente a 7.500 millones de pesos en acciones<sup>55</sup>. Su atractivo está relacionado con su rentabilidad y con la mayor garantía que significa, para los inversores, que el emisor sea el Estado en una economía inestable como la argentina.

Este comportamiento del Estado, a través de sus medidas y del papel de la deuda pública, influye en la forma en que las empresas del sector no financiero y del sector financiero actúan en la economía, con importantes consecuencias en el ámbito productivo.

### **2.2.2 El sector no financiero**

En un estudio realizado por Firat Demir (2007) acerca del sector no financiero en Argentina, México y Turquía, este autor llega a la conclusión de que durante la década del 90 se habrían producido algunos cambios en el sector no financiero, acentuándose su comportamiento hacia la inversión en el corto plazo<sup>56</sup>. Esto se explica, según Demir, por dos factores: la apertura comercial y el encarecimiento del crédito.

La política comercial desfavoreció, en términos relativos, el precio de los bienes transables y provocó un estrechamiento en la rentabilidad del sector no financiero, lo que, a su vez, contribuyó a explicar la caída del ahorro y la contracción del empleo<sup>57</sup>.

<sup>55</sup> Datos obtenidos de anuarios (2000 - 2011) de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

<sup>56</sup> El estudio de Demir se basa en una muestra de 65 firmas que cotizan en bolsa (51 manufactureras, 4 de la construcción, 4 mineras y 6 de generación y distribución de energía eléctrica).

<sup>57</sup> Las empresas de servicios públicos privatizadas resultan ser de las más rentables del sector no financiero, por las condiciones favorables del proceso que las convirtió en privadas. No obstante, el aumento de las tarifas pública perjudicó, especialmente, al sector productivo elevando sus costes (Azpiazu y Basualdo, 2004).

Por su parte, la política monetaria de carácter restrictivo, cuyo objetivo era controlar la subida generalizada de los precios, y la necesidad de financiación del Estado mantuvieron elevados los tipos de interés a lo largo de todo el periodo, obstaculizando el acceso al crédito y las inversiones a largo plazo. Según este autor, el crédito bancario al sector privado representaba el 26 % del PIB en el periodo 1980-1989, mientras que en la década posterior se redujo al 19 % del PIB (1990-1999) (Demir, 2007, p.11). La necesidad de financiación del Estado, como ya hemos mencionado, contribuyó a mantener la tendencia creciente de los tipos de interés y el diferencial con los tipos internacionales.

El resultado fue la orientación hacia inversiones a corto plazo en el ámbito financiero, cuya rentabilidad resultaba más elevada y su riesgo era percibido como menor que el de las inversiones en la actividad productiva a largo plazo (Demir, 2007). Comprobando los datos de rentabilidad del sector no financiero, medida como la utilidad sobre las ventas, vemos que cae del 5,8 % en 1995 al 2,4 % en el 2000, siendo negativa para algunos sectores, en especial aquellas actividades no relacionadas con las privatizaciones (Montanyà Revuelto, 2009, p.76).

Pero más allá de los factores mencionados por Demir, la situación de inestabilidad económica del país, en su historia reciente, también contribuía a la percepción de elevado riesgo de las inversiones productivas. Este riesgo y la incertidumbre cada vez mayores, al que se le suman las imperfecciones del mercado, las altas tasas de interés y las crecientes tasas de rentabilidad de los mercados financieros, alientan a las inversiones financieras en el corto plazo frente a las inversiones fijas en el largo plazo, contribuyendo a la desindustrialización de la economía (Demir, 2007).

Tal como se verifica en la encuesta de las 500 grandes empresas del INDEC, si bien la inversión bruta fija de estas empresas ha crecido, su participación en los beneficios de explotación ha seguido una tendencia decreciente, como se observa en el gráfico 2.2<sup>58</sup>. La tendencia se acentúa si se resta el efecto de las amortizaciones.

Por otro lado, el coste del crédito dificultaba la financiación interna, pero facilitaba la financiación externa para aquellas empresas no financieras y financieras, que podían acceder a él aprovechando el diferencial de interés y las facilidades brindadas por la liberalización financiera. Se tomaba crédito barato y se invertía en el corto plazo, obteniendo una renta elevada resultado del diferencial de tipos, lo que incentivaba las inversiones en el corto plazo, especialmente en títulos de deuda del gobierno de forma directa, a través de bancos intermediarios o del endeudamiento exterior (Demir, 2007). Aunque no todas las empresas tenían acceso a las inversiones a corto plazo; sólo las grandes empresas minoritarias, los grupos económicos locales, las transnacionales y las empresas de servicios privatizadas, es decir aquellas cuya rentabilidad resultaba más elevada (Basualdo, 2000).

El endeudamiento privado con bancos internacionales creció a una tasa del 24 % entre el año 1992 y 1999, mientras que la emisión de obligaciones en el exterior lo hizo a una tasa del 34 % en el mismo periodo. Ambas representaban el 70 % del total

---

<sup>58</sup> La ENGE incluye empresas dedicada a la minería, industria manufacturera, electricidad, gas y agua, construcción, comercio, transporte, comunicaciones y otros servicios. No incluye empresas agropecuarias, ni financieras.

del endeudamiento externo del sector no financiero en 1999, que creció durante todo el periodo a una tasa del 27 %, lo que resulta significativo si la comparamos con la del sector financiero, que sólo lo hizo en un 17 %<sup>59</sup>. Resulta interesante la comparación de estos datos con lo sucedido en la inversión durante este mismo periodo. Esta variable creció a una tasa de 4,21 % según datos de la CEPAL, bastante por debajo de lo sucedido con el endeudamiento, lo que nos permite comprobar que el destino de esta financiación no fue productivo.

Como ya mencionamos, además de acceder a créditos internacionales a tipos de interés reducidos para realizar inversiones especulativas en el ámbito local<sup>60</sup>, el conjunto de grandes empresas del país también realizaba operaciones en los mercados internacionales, consiguiendo financiación mediante la emisión de obligaciones (Basualdo, 2000).

El comportamiento “financiarizado” de las empresas se aprecia también en la participación creciente de los intereses en el conjunto de los resultados, tal como puede observarse en el gráfico 2.2. El porcentaje de la suma de los intereses y rentas financieras pagadas sobre el beneficio antes de impuestos se dispara en 1998 llegando a representar el 126 %.

Por otro lado, el reparto de dividendos presenta un crecimiento asombroso entre 1990 y 2001, pasando de los 4 millones de pesos a los 5.700 millones.

Además de la tendencia de las inversiones en el corto plazo, el sector no financiero influye en el papel del capital financiero a través de la fuga de capitales, representada como la tenencia de activos de este sector en el exterior. La tenencia de activos financieros en el exterior del sector no financiero se concentra en el corto plazo; según los datos del cuadro 2.1, en 2001 llegaban al 80 % del total. Ampliaremos este análisis en el epígrafe 2.2.4.

Teniendo en cuenta que el endeudamiento en el exterior aumenta, pero no sucede lo mismo con la inversión, parece plausible pensar que este endeudamiento no está orientado a la inversión en el largo plazo, sino al corto plazo y a la fuga de capitales (tenencia de activos en el exterior).

**Cuadro 2.1: Activos externos del sector no financiero en millones de dólares, saldos acumulados al final de cada año, 1991-2001.**

	Dic-91	Dic-92	Dic-93	Dic-94	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98	Dic-99	Dic-00	Dic-01
<b>Sector privado no financiero</b>	50.063	50.768	56.182	57.859	69.314	76.567	83.872	89.549	97.003	98.714	101.437
<b>Inversión directa</b>	5.179	6.411	7.165	8.042	9.460	10.908	14.541	16.883	18.483	19.276	19.562
<b>Inmobiliaria</b>	4.280	4.524	4.787	5.096	5.358	5.589	5.731	5.840	6.001	6.210	6.257
<b>Otras empresas</b>	899	1.887	2.378	2.946	4.102	5.319	8.810	11.043	12.482	13.066	13.305
<b>Depósitos</b>	17.119	15.304	14.612	15.912	19.002	20.566	21.154	21.762	22.918	22.884	24.852
<b>Activos/renta</b>	16.656	16.551	19.876	17.720	21.153	24.911	27.177	29.296	33.250	35.352	25.239
<b>Activos sin renta</b>	11.109	12.502	14.529	16.185	19.699	20.182	21.000	21.608	22.352	21.202	31.784

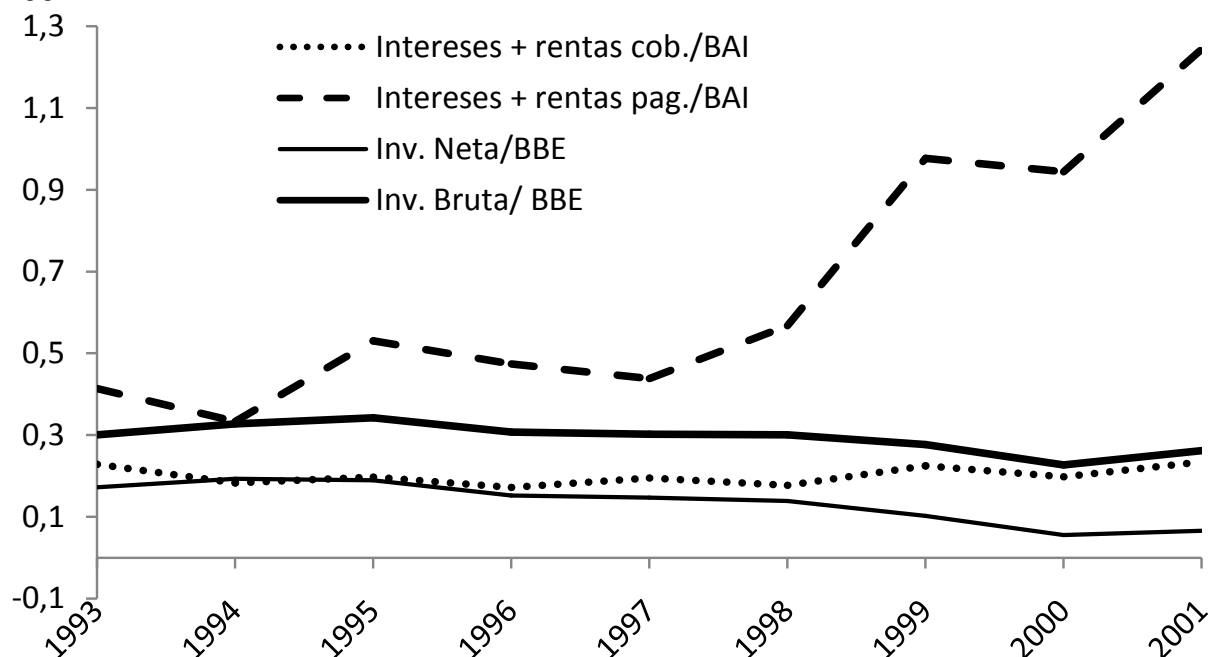
Fuente: INDEC, Cuenta de Capital y Financiera.

El segundo factor que menciona Demir (2007) como explicación del mayor auge de

<sup>59</sup>Para el cálculo de estos datos no se tienen en cuenta los últimos dos años del periodo en el cual el acceso a recursos externos se dificulta. Datos obtenidos de Estadísticas de Deuda Externa por sectores del INDEC.

<sup>60</sup>Parte de estos recursos fueron invertidos en actividad productiva (Basualdo, 2000).

**Gráfico 2.2: Porcentaje de intereses en beneficio antes de impuestos e inversión neta y bruta en beneficio bruto de explotación (500 grandes empresas), 1993-2001.**



\* El detalle de los datos de la ENGE se encuentra en el cuadro 1 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia a partir de Encuesta de grandes empresas INDEC.

las inversiones en el corto plazo es el elevado precio del crédito, y está relacionado, no sólo con las políticas monetarias restrictivas que elevaban el tipo de interés y con la influencia de las elevadas rentabilidades de la deuda pública, sino también con las reformas que se introdujeron en el sistema financiero y que llevaron a la pérdida de orientación del capital financiero hacia el sector productivo.

### 2.2.3 El sector financiero

La liberalización financiera facilitó el acceso a capitales internacionales por parte del sector financiero, contribuyendo a un aumento de la concesión de créditos (sobre todo en los tempranos noventa), a un mayor control de la inflación y al aumento de los depósitos<sup>61</sup> (Damill *et al.*, 2003b). Pero la mayoría de los sectores siguió sufriendo restricciones en la financiación en el largo plazo, recurriendo a recursos internos o préstamos a corto plazo para financiarse<sup>62</sup> (Basualdo, 2006). Los bancos internacionales también aprovechaban el acceso a fondos extranjeros para realizar operaciones de arbitraje, financiando operaciones a corto plazo a tipos elevados, con préstamos a largo plazo y a tipos bajos (Damill *et al.*, 2003b).

La crisis del “efecto tequila” en 1995 puso de manifiesto la fragilidad del sistema bancario (resultado de la liberalización y de los tipos de interés elevados), y llevó al cierre de un número considerable de entidades financieras, contribuyendo a un aumento

<sup>61</sup> Por la posibilidad de realizarlos también en dólares.

<sup>62</sup> Aunque liberalización comercial redujo las posibilidades de autofinanciación de algunos sectores, presionando los precios a la baja.

de la concentración y de la presencia extranjera. Entre 1995 y 1999 desaparecieron 85 entidades financieras (Damill *et al.*, 2003b), y en el 2000, 39 de los 75 bancos privados presentes en el mercado eran de capital extranjero (según datos del BCRA).

En general se trataba de un sector financiero muy concentrado, característica que se trasladó al sector de las administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones. En 1997 las AFJP quedaron en manos de unos pocos bancos extranjeros, el 55 % de los fondos pertenecía a BBVA, Citibank, HSBC y Santander (Bellina Yrigoyen, 2000, p.89); y en el 2000 las 4 administradoras más importantes concentraban el 66 % de los fondos (SAFJP, 2004, p.153).

**Cuadro 2.2: Salos de valores y préstamos en moneda extranjera a diciembre de cada año (miles de pesos), 1990- 2001**

Año	Valores S. Público	Préstamos S. Público	Total Público	Valores S. Privado	Préstamos S. Privado	Total Privado
1990	631.405	4.850.121	5.481.526	0	3.294.580	3.294.580
1991	2.047.568	9.572.901	11.620.469	0	9.197.773	9.197.773
1992	2.573.719	10.815.606	13.389.325	0	15.488.030	15.488.030
1993	5.057.520	11.452.484	16.510.004	0	20.944.662	20.944.662
1994	6.115.037	6.213.606	12.328.643	156.331	27.382.324	27.538.655
1995	9.212.144	8.705.334	17.917.478	196.192	28.522.558	28.718.750
1996	9.330.401	10.198.588	19.528.989	310.537	31.684.287	31.994.824
1997	11.024.841	10.865.937	21.890.778	613.261	37.893.379	38.506.640
1998	10.886.090	14.071.107	24.975.197	1.468.912	42.349.886	43.818.798
1999	12.353.483	15.673.923	28.027.406	2.049.405	40.855.628	42.905.033
2000	10.752.335	20.307.125	31.059.460	2.447.322	38.739.815	41.187.137
2001	5.372.103	40.543.189	45.915.292	2.709.347	36.613.576	39.322.923

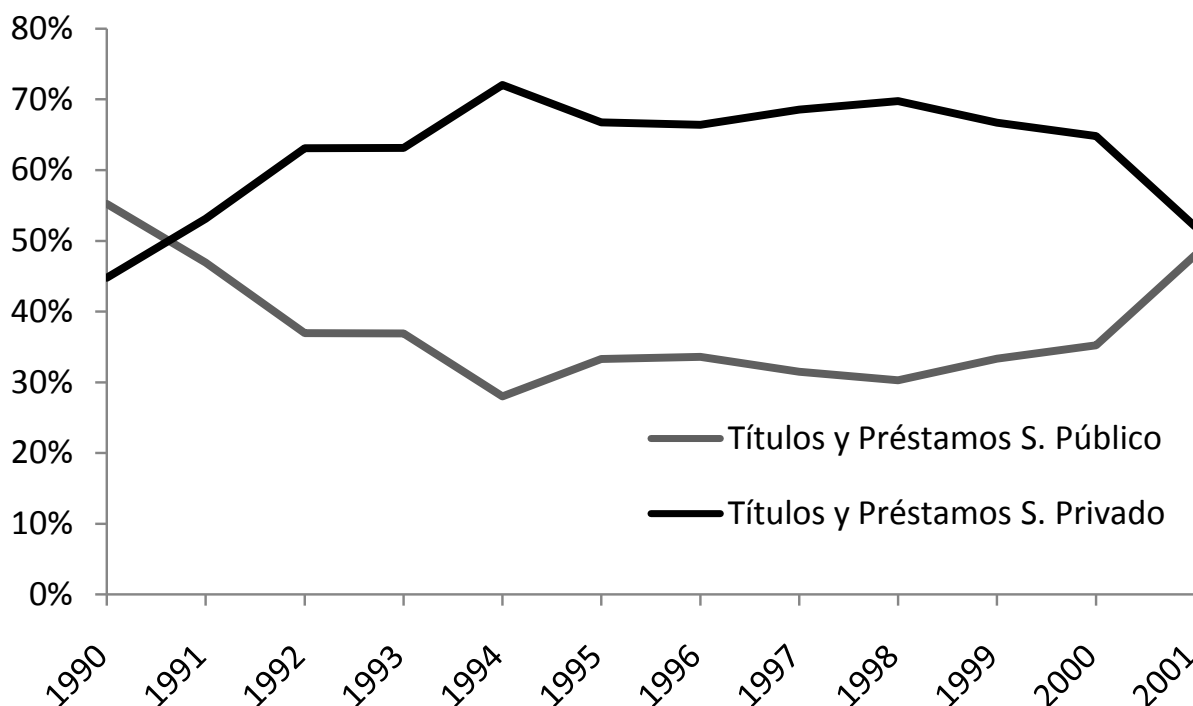
Fuente: elaboración propia a partir de Balances consolidados del Sistema Financiero Banco Central.

La crisis mexicana acentuó el alza de los tipos de interés, tal como vimos en el gráfico 2.1, afectando fundamentalmente a las Pymes, puesto que la aversión al riesgo llevó a que los bancos centraran su actividad en el consumo, el financiamiento de un núcleo de sectores concentrados, grupos económicos y transnacionales (Basualdo, 2000), y sobre todo en la tenencia de activos con bajo riesgo, como los títulos del sector público (Damill *et al.*, 2003b) tal como se comprueba en la cuadro 2.3.

Los títulos en moneda extranjera siguen una tendencia creciente hasta el año 2000 y superan ampliamente la financiación al sector privado con este instrumento. En el caso de los préstamos, mantienen niveles similares los dos primeros años para luego distanciarse, volviendo a converger hacia el año 2001. Si ponemos el foco en la financiación total en moneda extranjera vemos que la diferencia sólo es significativa entre 1995 y 1999. El resto de los años el sector bancario habría otorgado financiación en moneda extranjera a ambos sectores en proporciones similares.

Con respecto a la financiación total, la financiación entre ambos sectores se separa

**Gráfico 2.3: Porcentaje de títulos y préstamos al sector público y al privado, 1990-2001.**



\*Para el cálculo del total de financiación se suma los títulos y préstamos de ambos sectores presentes en balance resultado de la consolidación de los balances de las entidades financieras(BCRA).

Fuente: elaboración propia según datos del BCRA.

significativamente a partir de 1992 y comienza a converger a partir de 1998. La explicación de este comportamiento de la financiación del sector bancario radica en que, a partir de 1998, el endeudamiento interno del sector público con el sistema previsional y los bancos gana peso al manifestarse dificultades en el acceso a la financiación externa (Damill, Salvatore y Simpson, 2003a). La deuda pública interna representa el 7,7 % del PIB en 1994, el 19,4 % en 1998, y el 22,3 % en 2001<sup>63</sup>.

Las AFJP se convirtieron en una de las fuentes internas más importantes de financiación de deuda pública, orientando sus fondos, mayoritariamente, a la financiación del Estado. A fines del 2001 los títulos públicos representaban más del 64 % de los fondos, el 13 % eran acciones, el 7 % plazos fijos y el 6 % títulos extranjeros (Di Lorenzo, 2003, p.17).

La incorporación de estos inversores institucionales llevó a que se fomentara el “comportamiento cortoplacista”. El desempeño de los directivos de estas administraciones se medía sobre la base de los resultados en el corto plazo, lo que condujo a que aumentaran las transacciones accionariales y se fomentaran las operaciones basadas en ganancias financieras de corto plazo, en lugar de fomentar la lógica empresarial con horizontes en el largo plazo. La eficiencia de los mercados de capitales no aumentó ya que, a finales de la década de 1990, más del 70 % de los fondos estaba orientado a inversiones fuera de “la economía real” (Bellina Yrigoyen, 2000, p.95).

<sup>63</sup>Serie de estadísticas de la CEPAL.

Las AFJP dinamizaron la actividad en la esfera financiera. Incorporaron al mercado de títulos públicos y al mercado de valores aquellos fondos que antes se destinaban al consumo por parte de quienes los percibían. Los activos financieros en manos de dichos inversores siguieron una tendencia creciente, duplicándose entre 1996 y 2000, hasta superar el 0,3 % del PIB.

Con respecto a las rentabilidades, las entidades financieras en junio de 2001 percibían una rentabilidad del 4,7 % (*Return on Equity* - ROE)<sup>64</sup>. En cuanto a las AFJP, su rentabilidad aumentó pasando del 0,37 % en 1997 al 5,51 % en 2000<sup>65</sup>, ayudada por el peso de las comisiones<sup>66</sup>, que en 2002 representaban 6.262 millones de dólares, de las cuales el 80 % eran ganancias empresarias de un negocio de clientes cautivos (Di Lorenzo, 2003, p.6).

En cuanto a la financiación al sector privado, la financiación al sector manufacturero pasa del 23,9 % en 1990 al 9,3 % en 2001, según datos publicados en el Banco Central (Boletín Estadístico)<sup>67</sup>. Estos datos estarían en línea con lo expuesto por Demir en el trabajo arriba mencionado. En cuanto a la financiación al consumo pasa del 21,7 % al 24,1 % para el mismo periodo, y la de servicios casi se duplica, incrementándose del 23,3 % al 42,2 % del total del crédito al sector privado. El sector financiero presenta una fuerte presencia en la financiación al sector público y se encuentra vinculado débilmente al sector productivo.

Si bien las empresas del sector no financiero, los bancos y los nuevos inversores institucionales locales intervienen en el proceso coadyuvando a la consolidación de las finanzas en el modelo de acumulación que reemplaza a la ISI, el capital financiero internacional es quien posibilita, como ya hemos mencionado, el sostenimiento del nuevo modelo.

#### **2.2.4 El capital extranjero**

Tal como se aprecia en el cuadro 2.3, el déficit comercial entre 1992 y 2000 representaba el 54 % del total de las necesidades de financiación. Pero hay dos elementos que resultan significativos: el primero, la variación de los activos externos del sector privado no financiero que representaba el 47 % del total de las necesidades de financiamiento netas, y el segundo, que éstas resultaban similares a las variaciones de la deuda externa.

Lo cierto es que los capitales que entran a la economía vía inversión, ni siquiera compensan en su totalidad el déficit por cuenta corriente<sup>68</sup>. La conformación de reservas y la salida de capitales, especialmente del sector no financiero, son financiadas

<sup>64</sup>Según datos publicados por el Banco Central en la Información de Entidades Financieras de julio de 2001.

<sup>65</sup>Calculada como beneficios de explotación sobre stock de capital del año anterior. Datos obtenidos del informe "El caso del Subsector Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones" elaborado por el Grupo Intersecretarial de Trabajo de Cuentas Nacionales del MECON.

<sup>66</sup>Al ser un importe fijo sobre el salario del contribuyente, estas comisiones resultaban totalmente regresivas, los salarios más bajos pagaban una proporción mayor.

<sup>67</sup>Presentamos la totalidad de estos datos en el cuadro 5.8.

<sup>68</sup>La IED que ingresa en los 90 se dirige principalmente a la compra de activos ya existentes, por lo que reduce su impacto en el aparato productivo.

por la deuda, siendo esta última la más relevante.

**Cuadro 2.3: Necesidades y fuentes de financiación (millones de dólares), 1992-2001**

	Valores acumulados	1992-2000	2001	Total
1	Déficit por cuenta corriente	84.248	4.611	88.859
2	Valoración de reservas	19.268	-12.893	6.375
3	Valoración de activos externos Sector Financiero	13.583	-10.665	2.918
4	Valoración de activos externos Sector Privado no Financiero	38.666	12.865	51.531
<b>5=1+2+3+4</b>	<b>Total necesidades de financiamiento</b>	<b>155.764</b>	<b>-6.081</b>	<b>149.683</b>
6	IED más inversiones de cartera en acciones	72.671	2.197	74.868
<b>7=5-6</b>	<b>Necesidades de financiamiento netas</b>	<b>83.093</b>	<b>-8.278</b>	<b>74.815</b>
8	Valoraciones de deuda externa bruta total	85.241	-6.333	78.908
9=8-7	Diferencia	2.148	1.945	4.093

Fuente: En "Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino" de Mario Damill *et al.* (2003a).

Según los datos de la cuenta de capital y financiera por sectores, en 1992 los saldos fueron 1.226, 1.016 y 6.693 millones de dólares para el sector público, el sector financiero y el sector no financiero respectivamente. En 1995 estos saldos pasaron a ser 7.762, 2.769 y -3.322 millones de dólares, finalizando el periodo en 2001 con los siguientes saldos: 7.304, 848 y -13.727 millones de dólares, siguiendo el orden de sectores antes mencionado (Damill *et al.*, 2003a, p.27).

De lo anterior podemos concluir que la entrada de capitales no tiene como fin exclusivo la financiación del déficit comercial y que el destinatario de dicha financiación es el sector privado de la economía. La deuda externa otorgaría a los grupos económicos y a los acreedores internacionales las divisas necesarias para remitir al exterior.

Basualdo (2006, p.327) otorga algunos elementos al análisis como, por ejemplo, que el endeudamiento de la época es un 58 % mayor que el pago de los intereses devengados (56.465 versus 35.820 millones de dólares), y teniendo en cuenta que el gasto público se recorta y que el déficit público está principalmente explicado por el pago del servicio de la deuda, es plausible pensar que parte de la deuda pública haya financiado la salida de capitales al exterior de los sectores privados.

La deuda pública es un destino fundamental de inversión de capitales foráneos. Una medida aproximada de su importancia es el monto de deuda externa pública sin los préstamos de los organismos internacionales y acreedores oficiales. Aunque la presencia de capitales extranjeros privados va menguando a partir de 1998, este monto aumenta de 17.016 a 58.904 millones de dólares entre 1992 y 2000, pasando a representar del 33 % al 70 % del total de la deuda externa pública. Es decir, una parte muy importante de la deuda pública está financiada por el sector externo privado. La tenencia extranjera de bonos y títulos de deuda pública es su componente más importante, y crece anualmente, en promedio, un 42 % entre 1992 y 1998, pasando de 6.879 a 55.585 millones de dólares. Su importancia como componente también crece: mientras que en 1992 representaba el 13,5 % del total de la deuda externa, en 1998 alcanzaba el 67 %<sup>69</sup>.

<sup>69</sup>Datos obtenidos de la estimación de la deuda externa por sector residente del INDEC.



En general, atendiendo a las necesidades de financiación y a las características de los capitales destinados a la inversión, la contribución del ahorro externo a la economía real resulta, por lo menos, cuestionable.

### **2.3 Balance de las relaciones que dan coherencia a la dinámica económica centrada en las finanzas**

En los apartados anteriores hemos visto cómo los sectores de la economía, el capital y el Estado han intervenido en el proceso económico en el que las finanzas adquieren protagonismo. Un protagonismo obtenido mediante los vínculos entre política económica, endeudamiento público y capital financiero internacional.

Como se ha mencionado, la necesidad de financiación del Estado mantenía elevados los tipos de interés, lo que lleva a que en 2001 el tipo de interés real alcance el 23 %. Las rentabilidades en ámbito financiero son elevadas, desviándose parte de los recursos sin llegar al ámbito productivo. El diferencial entre los tipos de interés local y los internacionales se convierte, entonces, en un poderoso factor de atracción de capitales extranjeros a corto plazo. Si bien también contribuyen a la atracción de capitales las altas rentabilidades de las privatizadas.

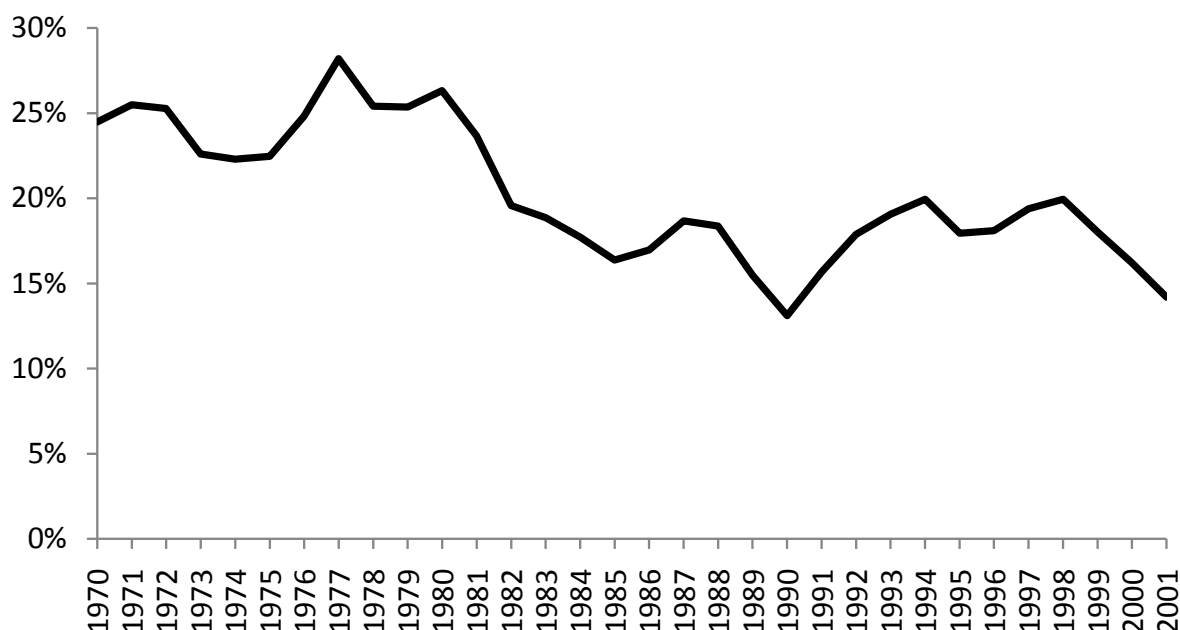
A su vez, estas elevadas tasas de interés dificultan las inversiones en proyectos a largo plazo al encarecer la financiación. Esta distorsión en el acceso al crédito comienza a manifestarse desde la reforma financiera de 1977, y se complementa con las medidas de apertura del mercado de bienes y servicios tomadas desde entonces, afectando a las rentabilidades de las actividades productivas y realzando el atractivo de las inversiones financieras.

Las grandes empresas del sector no financiero participan del proceso especialmente a través de la fuga de capital; los bancos, a su vez, perciben más riesgoso el crédito a las empresas en el largo plazo por lo que también terminan participando del proceso.

Esta situación se manifiesta en la evolución que sigue la inversión en la economía como porcentaje del PIB entre 1970 y 2001, datos presentes en el gráfico 2.4. Si bien la evolución no es uniforme, sigue una tendencia decreciente y no llega a recuperar los niveles de principio de los 70. A comienzos de los años 90 se aprecia una recuperación, a consecuencia de la profundidad de la caída en los años 80 y por el impulso de la estabilidad de los primeros años, pero a finales de la década continúa su camino descendente.

La intermediación financiera en el PIB pasa del 5,3 % en 1993 al 9,3 % en el 2000, mientras que la industria sigue la tendencia contraria, pasando en el mismo periodo del 18,2 % al 15,4 %.

**Gráfico 2.4: Porcentaje de participación de la inversión en el PIB, 1970-2001.**



Fuente: CEPALSTAT, Estadísticas e indicadores económicos.

La importancia del ámbito financiero también se manifiesta en indicadores como la capitalización bursátil respecto de la evolución del PIB; que para acciones y títulos pasa del 14 % en 1994 al 32,5 % en 1999, y al 58,40 % en el 2000, según datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires<sup>70</sup>.

Tanto la caída de la inversión como la caída de la participación de la industria en el PIB, son el reflejo de un desplazamiento de la actividad productiva del centro de la escena económica, lo que afectará también a la redistribución, no sólo por el aumento del desempleo, sino por la reducción de salarios.

El salario se convierte en la variable de ajuste, ampliándose el margen de ganancias del capital, permitiendo, a su vez, su apropiación creciente por la fracción financiera. La caída de la participación del salario en la renta, que pasa de representar el 48,8 % en 1974 al 30,4 % en 2001<sup>71</sup>, y el aumento del desempleo afectan el consumo interno y acentúan la polarización social<sup>72</sup>.

Pero lo que sostiene este modelo, en el que la deuda pública se convierte en el eje de la actividad especulativa, es el capital financiero internacional. De hecho, la deuda pública es el mecanismo que posibilita su ingreso en la medida necesaria para compensar los desequilibrios del comercio internacional, la salida de capitales y la propia política monetaria. Esta política garantiza que todo peso invertido en la economía pueda convertirse en un dólar, lo que junto con las tasas comparativamente más elevadas de las existentes en los mercados internacionales, genera las condiciones propicias para la entrada de inversiones en el corto plazo.

Aumenta la dependencia de flujos de capital privado a corto plazo como motor del

<sup>70</sup>La serie completa desde 1994 al 2012 aparece en el gráfico 8.6.

<sup>71</sup>Según la base de datos del CEPED.

<sup>72</sup>No toda población ve sus ingresos reducidos; hay sectores vinculados a determinadas actividades cuyos salarios se mantienen e incluso ganan poder adquisitivo con la paridad cambiaria.

crecimiento, que a la vez acentúa las distorsiones existentes ya que, ante la posibilidad de una suspensión en la entrada o una salida masiva de capitales, los tipos de interés se elevan, lo que sigue dificultando el acceso al crédito y sigue haciendo más atractivas las inversiones financieras. Esto se alinea con la caída de la inversión y la orientación del sector financiero a las inversiones en el corto plazo o en títulos públicos.

Lejos de reactivar la inversión en el sector productivo y acelerar el crecimiento, la entrada masiva de capital financiero internacional y el capital financiero local se dirigen, en gran medida, hacia otras inversiones, lo que se pone de manifiesto en las reducidas tasas de crecimiento: en la década de 1990 la economía creció sólo un 3,3 %.

Teniendo en cuenta lo analizado hasta ahora, el papel de los capitales internacionales es fundamental. El capital financiero adquiere importancia al integrarse la economía argentina al sistema financiero internacional. Esta importancia de la esfera financiera se manifiesta, tal como hemos visto, en el aumento de peso como sector de la economía, el aumento de la capitalización bursátil, el aumento de las rentas financieras, etc.

En resumen, el modelo configurado a partir de las medidas neoliberales tenía en la deuda pública su instrumento fundamental. Mediante sus elevados tipos de interés impactaba en las rentabilidades financieras, atrayendo capitales nacionales y extranjeros. Estos últimos resultaban necesarios para el funcionamiento de la dinámica económica y para el equilibrio de las variables macroeconómicas, fundamentales para mantener la confianza de los inversores y mantener bajo control al conocido fantasma de la inflación. Esta dependencia elevaba aún más los tipos de interés, atrayendo a más capitales pero haciendo a la economía más vulnerable a su salida por los efectos del excesivo y costoso endeudamiento. Esta dinámica va alimentando la esfera financiera sobre la que gira la economía, ampliando sus espacios de actuación, aumentando su margen de maniobra, contribuyendo a los cambios estructurales acaecidos en el periodo y a la regresión social.

No obstante, el propio modelo irá socavando sus posibilidades de continuidad, incrementando las contradicciones en su interior (Basualdo, 2006). La necesidad de divisas para el pago de la deuda y para mantener la paridad obligaba a una entrada continua de capitales. Esta entrada de capitales debía compensar, a su vez, las salidas de recursos del sector no financiero, agravado por la repatriación de beneficios de empresas privatizadas, las transferencias a través de operaciones intrafirmas y la fuga de capitales propias del modelo. Por su parte, el déficit de la balanza por cuenta corriente, provocado por la propia política económica dependiente del ingreso de divisas, también necesitaba de la entrada de capitales. Todos estos desequilibrios terminaron consiguiendo lo contrario de lo que necesitaban: los capitales no sólo dejaron de ingresar en la economía argentina sino que comenzaron a salir, convirtiendo a los lineamientos de política económica, que buscaban profundizar el modelo establecido en los años setenta, en su propio verdugo. El resultado en términos sociales se refleja en el desempleo, la precarización del trabajo y la disminución del salario real, cuya consecuencia última será el aumento de la desigualdad, de la pobreza, la marginación

y la exclusión social<sup>73</sup>.

## 2.4 La crisis en 2001

En diciembre de 1999 asume la presidencia Fernando De la Rúa, quien mantiene los lineamientos de la política económica del gobierno anterior, evaluando como principal causa de la crisis el desequilibrio fiscal.

Entre 2000 y 2001 los indicadores financieros y económicos se encontraban muy deteriorados, y el riesgo país se elevaba. Esta situación llevó a que la financiación externa, influenciada por las crisis financieras sucedidas en otros países<sup>74</sup>, dejara de ingresar en Argentina.

Se realizaron tres intentos de reestructuración financiera de las obligaciones durante el gobierno de Fernando De la Rúa. El primero fue el denominado “Blindaje”, hacia fines del 2000. Consistía en el desembolso de 39.700 millones de dólares por parte del FMI, otros organismos financieros, el gobierno español y los bancos locales, durante los años 2001 y 2002. Además de las consecuencias de las condiciones impuestas por el FMI a este blindaje, especialmente relacionadas con el déficit fiscal, la financiación resultó insuficiente para superar las necesidades del momento, que abarcaban el pago de amortizaciones y se agravaban por la caída de la recaudación. El mercado financiero internacional quedó cerrado luego del blindaje, por lo que se tuvo que recurrir al mercado interno (Peralta Ramos, 2007).

Hacia junio de 2001 se acordó el Mega-Canje, consistente en el canje voluntario de bonos existentes por otros con un mayor lapso de duración pero con un interés más elevado. Este hecho fue visto por algunos analistas no como un intento de reactivación de la economía, sino como un intento del gobierno de ganar algo de tiempo para recuperar la credibilidad perdida por parte de los acreedores externos. Esta operación incrementó la deuda pública en 53.700 millones de dólares y se pagaron a los bancos que participaron de él 150 millones de dólares en comisiones<sup>75</sup>.

En julio de 2001 se aprobó la Ley 25.453 (déficit cero), por la que se obligaba a la administración nacional a equilibrar sus cuentas adaptando el flujo de gastos a los ingresos corrientes, y en agosto del mismo año, se aprobó la Ley 25.466 sobre la intangibilidad de los depósitos<sup>76</sup>.

Tras 3 años de recesión y el visible empeoramiento de las condiciones de la economía, que se acentuaba por la persistente política de austeridad, el descontento de la población se manifestó a través de las elecciones legislativas. Éstas se celebraron en octubre de 2001, produciéndose un masivo voto en blanco (“voto bronca”), mani-

<sup>73</sup>El quintil más pobre en 1980 tenía el 2,8 % de los ingresos y el quintil más rico el 30,9 % . En 1999 los porcentajes son 1,3 % y 43,1 % respectivamente y en 2002 el 0,8 % y 47,3 % (nivel similar a Brasil y Chile). Fuente anuarios CEPAL 2000 y 2009.

<sup>74</sup>Países asiáticos (1997), Brasil (1998) y Rusia (1998).

<sup>75</sup>Página 12, 4 de septiembre de 2012.

<sup>76</sup>La intangibilidad consiste en que el Estado nacional en ningún caso podrá alterar las condiciones pactadas entre el/los depositantes y la entidad financiera, esto significa la prohibición de canjearlos por títulos de la deuda pública nacional, u otro activo del Estado nacional, ni prorrogar el pago de los mismos, ni alterar las tasas pactadas, ni la moneda de origen, ni reestructurar los vencimientos, los que operarán en las fechas establecidas entre las partes.

festación del descontento generalizado hacia el sistema político.

Ninguna de estas medidas obtuvo el alivio esperado, y en noviembre de 2001 se lanzó un nuevo canje de títulos de deuda por Préstamos Garantizados en dos etapas, que incluía sustanciales reducciones en las tasas de interés (en promedio del 15 %). Las calificadoras de riesgo reconocieron en este gesto la incapacidad del gobierno argentino de afrontar sus obligaciones (Damill *et al.*, 2005).

El canje de títulos estuvo dirigido a tenedores locales, principalmente bancos y AFJP, canjeándose cerca de 42.000 millones de dólares en títulos públicos por igual cantidad de préstamos garantizados con ingresos tributarios, a menores tipos de interés (Damill *et al.*, 2005).

Mientras se terminaba de cerrar el primer tramo del canje antes mencionado, una nueva fuga de depósitos bancarios y la caída de las reservas terminaron con la implementación del “corralito financiero” como último intento de preservar la convertibilidad y evitar la suspensión de pagos. Según datos del Informe final de la Comisión Especial de la Cámara de Diputados 2001, 29.913 millones de dólares salieron de la economía ese año, utilizando el sistema financiero como canal de fuga<sup>77</sup>.

La restricción al acceso libre de dinero en efectivo de plazos fijos, cuentas corrientes y cajas de ahorro, conocido como “el corralito”, se convirtió en el catalizador del estallido social de los días 19 y 20 de diciembre de 2001 que acabó con la caída del gobierno.

El 20 de diciembre el presidente de la Cámara de Senadores, Ramón Puerta, asumía la presidencia provisoria, convocando una asamblea legislativa que elegiría al nuevo mandatario. El elegido fue Adolfo Rodríguez Saá, quien declaró la suspensión parcial del pago de la deuda pública (*default*).

Éste fue el primer hito de la posterior política de “desendeudamiento”, y resultó ser una medida de suma importancia para la recuperación de las cuentas públicas (CENDA, 2010; Damill *et al.*, 2005).

Al momento del *default* la deuda pública alcanzaba los 144.453 millones de dólares. Esta medida afectó a 61.803 millones de dólares en bonos y títulos públicos, y a otros 8.030 millones de dólares de diversas obligaciones (Damill *et al.*, 2005). El resto de la deuda fue gestionada de forma diversa. Mientras que el pago de obligaciones con los organismos internacionales siguió realizándose (entre 2002 y 2004 se pagaron aproximadamente unos 4.600 millones de dólares para cancelación de cuotas de capital e intereses) (Damill *et al.*, 2005), la deuda en manos de bancos y de otras entidades, en su mayoría, se convirtió a pesos (1 peso= 1 dólar), sujeta a actualizaciones por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER), vinculado al IPC, más un tipo de interés (Gambina, 2003).

Se preveía que el gobierno de Saá se extendería hasta el 3 de marzo. Sin embargo, el ex- gobernador de San Luis estuvo en el poder sólo una semana, tras el descontento general que supuso el nombramiento en ciertos cargos de miembros del gobierno

<sup>77</sup>Esta es una de las razones por las que luego se cuestionarán las medidas de rescate al sector, dada su participación activa en la fuga de capitales, por lo que se convierte en uno de los responsables visibles de la crisis. Para más información consultar “Fuga de divisas en la Argentina. Informe final. Comisión especial de la Cámara de Diputados 2001”.

menemista y las presiones en el propio seno de la clase política.

Una hora después de su renuncia el 30 de diciembre 2001, renunciaba también Ramón Puerta, presidente provisional del Senado. La asamblea legislativa fue convocada nuevamente por Eduardo Camaño, quien asumía la presidencia desde la Cámara de Diputados, resultando elegido, esta vez, Eduardo Duhalde. Bajo su presidencia, a comienzos del 2002, se pondrá fin al Plan de Convertibilidad.

El 2001 el país acababa en una situación desoladora, con sus condiciones sociales seriamente deterioradas; el desempleo llegaba al 18,3 %, el 38,3 % de las personas se hallaban bajo la línea de pobreza y el 13,6 % bajo la línea de indigencia<sup>78</sup>. El modelo macroeconómico era insostenible, con un déficit comercial del 1,2 % del PIB, un déficit público del 3,9 %, sin posibilidades de acceder a la financiación internacional, con la interrupción de la línea de pagos y cobros, y el estallido social que día a día se manifestaba en las calles<sup>79</sup>.

## 2.5 El fin del plan de convertibilidad

En aquellos tiempos convulsionados de finales de siglo, dos eran las estrategias que se barajaban para enfrentar la situación (Basualdo, 2011; Wainer, 2010), propuestas por dos sectores diferentes de la clase dominante. La primera consistía en la profundización de la política económica de los 90 con un mayor ajuste, cuyo punto culminante sería la dolarización de la economía. La segunda era la ruptura del Plan de Convertibilidad, la devaluación de la moneda. La propuesta de la devaluación era acompañada por un conjunto de medidas relacionada con la licuación de las deuda del sector privado, la flexibilización laboral y la mayor intervención del Estado<sup>80</sup>.

Consideramos necesario finalizar este capítulo con la explicación de ambas estrategias puesto que nos permite observar cuál es la fracción de clase que lleva adelante la salida de la crisis y cuál es la posición del capital financiero frente a esta estrategia. Si bien en principio parece claramente desfavorecido, en el capítulo 4 y 5 veremos que no es así, y que en realidad su desplazamiento no parece tan claro como se sostuvo en el discurso oficial.

El bloque que defendía el mantenimiento de la convertibilidad estaba integrado por los sectores que más se habían beneficiado del modelo macroeconómico vigente y los que más perjudicados resultarían con una devaluación: el capital financiero, las empresas privatizadas, en su mayoría propiedad del capital extranjero<sup>81</sup>, y el gran capital comercial<sup>82</sup>. La dolarización era presentada como una “etapa superior” de la

<sup>78</sup> Según datos de la CEPAL y del INDEC. Estos indicadores pertenecer a los aglomerados urbanos.

<sup>79</sup> Según datos en “Estadísticas de finanzas públicas: Operaciones de gobierno” y “Estadísticas e indicadores económicos: Saldo en cuenta corriente como porcentaje del producto interno bruto” de la CEPAL.

<sup>80</sup> *Clarín*, 22 de diciembre de 2001.

<sup>81</sup> Hacia mediados de los 90, los grupos locales venden sus participaciones en las empresas privatizadas a sus socios extranjeros (Basualdo, 2006, 2011).

<sup>82</sup> En el caso de las empresas privatizadas el fin de la convertibilidad implicaba devaluar sus activos y reducir las utilidades en dólares de las casas matrices; en el caso de las empresas comerciales, tanto los hipermercados como las empresas de electrodomésticos y electrónicas se verían muy perjudicadas por el alto contenido de importaciones en sus ventas (aumento de precios y, con ello, caída de la demanda), y por los efectos que la devaluación podría tener en el crédito, utilizado en la relación con

convertibilidad. Su mayor virtud sería la garantía de la estabilidad cambiaria que, según sus defensores, permitiría una reducción del interés, el aumento de la inversión y con ello, un aumento del empleo. No se distinguía en nada del argumento que sostuvo la implementación del Plan de Convertibilidad, lo que ponía en cuestión su efectividad, teniendo en cuenta las consecuencias que esta política estaba teniendo.

Los intereses del sector financiero privado se verían perjudicados frente a una devaluación por la caída del valor de sus activos, en especial los bancos extranjeros, ante un eventual *default*, por la imposibilidad de atender los servicios de la deuda en dólares, ya que manejaban grandes cantidades de títulos públicos (Wainer, 2010). En 2001 el 8 % de los activos de los bancos eran títulos de deuda pública y privada, el 12 % en el caso de sucursales de entidades financieras extranjeras según datos del BCRA. Por esta razón, el sector financiero compartía intereses con los acreedores externos.

Lo cierto es que, con el correr del tiempo, esta estrategia fue convirtiéndose más en un estandarte virtual que en una posibilidad real. No obtuvo apoyos firmes desde el exterior (FMI y Estados Unidos) ni en la economía local, y la enorme fuga de capitales en 2001 la imposibilitaron técnicamente, ya que para poder convertir la totalidad de los pesos en dólares era necesaria la financiación externa (Wainer, 2010). Finalmente, el sector financiero también comenzó a percibir la dolarización como desfavorable, ya que acabaría con el negocio de la deuda, tal como funcionaba en ese momento, con tipos más elevados en dólares que en pesos.

En el lado opuesto estaban las grandes empresas oligopólicas orientadas mayoritariamente a la actividad productiva. Estas empresas, cuya competitividad había sido afectada por la paridad uno a uno con el dólar, estaban encabezadas por La Unión Industrial Argentina<sup>83</sup> (UIA) (Wainer, 2010; Peralta Ramos, 2007), que fue consiguiendo alianzas con otros sectores al presentar su estrategia como un “proyecto nacional”. A inicios de los 2000, desde que asumiera De La Rúa, el “Grupo Productivo” había comenzado a presionar a favor del abandono de la paridad fija. Por otro lado, la evolución de la coyuntura la irá imponiendo a otras alternativas.

La definición de esta estrategia como “nacional” resultaba paradójica dada la amplia presencia de capitales extranjeros en el liderazgo de varios sectores del ámbito productivo. No obstante, se logró reforzar este discurso a través de dos elementos: el primero fue otorgar la dirigencia a un empresario textil local, industria fuertemente afectada en la década precedente; el segundo estuvo dado por la propia coyuntura (especialmente luego de la imposición del “corralito”), que colocó al capital financiero y a los organismos internacionales en el ojo del huracán.

Este discurso buscaba también canalizar los reclamos populares en favor de la estrategia del sector productivo, ocultando el hecho de que este sector de grandes empresas participó de los acontecimientos que desencadenaron en la crisis, a través del endeudamiento externo, la estatización de esta deuda en los años setenta y ochenta, las privatizaciones y la fuga de capitales de los años noventa (Basualdo, 2011).

proveedores, pero también para facilitar el consumo de sus productos.

<sup>83</sup> Institución que tradicionalmente representa a la fracción más poderosa y transnacionalizada del sector industrial.

La puja de las fracciones de capital se da en un contexto de movilizaciones sociales, no sólo protagonizadas por las clases populares, azotadas por la pobreza y la miseria, sino también por la clase media, afectada por el “corralito” y la suspensión de la cadena de pagos. En las movilizaciones sociales no sólo se expresaba el descontento ante la situación económica, sino que también se deslegitimaba el poder político al grito de “que se vayan todos”, poniendo de manifiesto su responsabilidad ante la situación en la que se encontraban.

La existencia de estas dos estrategias diferenciadas, la dolarización y la devaluación, en el seno de la fracción de clase dominante tiene sus orígenes en la ruptura de los lazos que las privatizaciones (consorcios) habían creado entre los capitalistas de las grandes empresas locales y el resto de la fracción dominante (capital financiero y transnacionales). Esta ruptura se habría puesto de manifiesto en la venta de las participaciones que los primeros tenían en las empresas privatizadas, hacia mediados los 90 (Basualdo, 2011).

Como se verá a continuación, fue la propuesta de la devaluación la que se implementará en los primeros meses del 2002.

El “Grupo Productivo”, encabezado por la UIA, estaba integrado además por la Cámara Argentina de Construcción y Confederaciones Rurales Argentinas<sup>84</sup>, contaba con el apoyo de los bancos públicos y cooperativos (ABAPPRA). Esta alianza se pone de manifiesto en un documento presentado luego de las jornadas del 19 y 20 de diciembre, momento más álgido del estallido social<sup>85</sup>.

Los bancos públicos (Banco Nación, Banco Ciudad de Buenos Aires, Banco de Inversión y Comercio Exterior) pasaron a formar parte de ABAPPRA (Asociación de Bancos Públicos y Privados de la República Argentina), cuando en 1998 ADEBA (Asociación de Bancos Argentinos- agrupación de bancos locales) y Abra (Asociación de Bancos de la República Argentina - agrupación bancos extranjeros) se fusionaron en ABA (Asociación de Bancos de la Argentina), lo que implicaba la unificación de intereses de las entidades financieras, resultado del predominio de los bancos extranjeros (Cobe, 2009).

En el documento presentado se esbozan las líneas de política económica que más adelante seguirá el gobierno provisional de Eduardo Duhalde, con la flotación libre del peso y la pesificación de los créditos en primera instancia. Esta última fue de suma importancia para conseguir la convergencia de intereses de la fracción representada por el Grupo Productivo, ya que, tanto las empresas del sector industrial como del sector rural y de la agroindustria, se encontraban fuertemente endeudadas en moneda extranjera.

La estrategia fue presentada como un “proyecto nacional” y logró incorporar, a las

---

<sup>84</sup>El sector rural no mantuvo su apoyo de forma regular, especialmente el sector representado por la Sociedad Rural Argentina, dada su fuerte ideología conservadora, los elevados niveles de endeudamiento con el exterior y los beneficios que habían obtenido en la convertibilidad. Si bien se beneficiaría de la devaluación al ser un sector fuertemente exportador, la pérdida de las rentas financieras que muchas de las grandes empresas del sector recibían por su diversificación de actividades al sector financiero y, sobre todo, el temor a las retenciones representaban obstáculos para el apoyo de este sector (Wainer, 2010).

<sup>85</sup>Ver *Clarín*, 22 de diciembre de 2001.



filas del Grupo Productivo, a los bancos públicos y cooperativos con quienes coincidían en la idea de necesidad de apoyo financiero a las Pymes. Por otro lado, estos bancos tenían como principales clientes a los productores agropecuarios, su actividad distaba de las actividades de los bancos privados (Wainer, 2010).

En cuanto a las afinidades de Eduardo Duhalde, eran conocidas por la opinión pública, y su alianza con el “sector productivo” y en contra el “poder financiero” será señalada en su discurso una vez nombrado presidente por la Asamblea Legislativa (Peralta Ramos, 2007).

Lo cierto es que, aunque las medidas de devaluación y licuación de deuda de las empresas del sector no financiero (a través de la conversión en pesos), beneficiaban al sector productivo, se tomaron medidas que hicieron menos “dolorosas” las consecuencias para el resto de los capitalistas, no así para los sectores populares.

\*\*\*

Hemos revisado brevemente el papel que a lo largo de la década previa a la crisis ocupaba el capital financiero en la dinámica económica argentina. Esta crisis terminará con el modelo macroeconómico, basado en las medidas de corte neoliberal, y con el papel de la deuda pública como eje del funcionamiento de dicho modelo y de la lógica especulativa. Para finalizar hemos hecho un repaso de los últimos pasos que llevaron a los hechos del 19 y 20 de diciembre de 2001, así como las estrategias que barajaban los principales grupos de la clase dominante para salir de la situación de recesión en la que se encontraba la economía.

A partir de aquí veremos el marco en el que se basarán las medidas de política económica que afectan al ámbito financiero, llevadas adelante por los gobiernos que se sucederán a partir de 2002 y hasta 2012. Esto nos permitirá entender el significado de dichas medidas, principalmente en relación a los cambios que supuestamente han generado en el papel del capital financiero en la economía argentina, dada la orientación productivista que dice tener el modelo macroeconómico de la estrategia neodesarrollista en la que se incorporan.

## **La regulación de las finanzas en la post-convertibilidad (2002-2012)**

---

En este capítulo se describirán las medidas de política económica que afectan al ámbito de las finanzas, implementadas entre los años 2002 y 2012. No obstante, se hará mención de otras medidas cuando eso contribuya al desarrollo de la explicación. Se realizará esta descripción con el objeto de analizar en qué medida afecta al capital financiero y el lugar que ha ocupado en la dinámica económica en este periodo.

Iniciaremos el análisis con una breve descripción de la estrategia neodesarrollista, como forma de encuadrar este conjunto de medidas, debido a que en torno a ella se conceptualizó la experiencia argentina vivida en estos primeros años del siglo XXI. Según esta estrategia las políticas implementadas habrían imprimido un signo diferente en la dinámica económica del país, con la pérdida de gravitación económica en torno a las finanzas y una vuelta hacia la actividad productiva. En el ámbito financiero, esta estrategia dice buscar la orientación del sector financiero hacia la actividad productiva. El cuestionamiento de esta orientación está en la base de la justificación de nuestro objeto de estudio y en la consiguiente definición de cuál es el papel que el capital financiero ha desempeñado en el proceso económico.

Realizaremos una descripción de las medidas poniendo especial atención en dos cuestiones. La primera, en relación a su alineamiento con el proyecto productivista ligado a la estrategia neodesarrollista. La segunda, la solución que estas medidas han dado a los problemas que se van presentando en el modelo macroeconómico establecido en los primeros años desde la salida crisis.

Comenzaremos analizando las medidas que se toman en el marco de la crisis en 2002 y el perfil de la política monetaria y cambiaria, que permanecerá casi inalterable durante todo el periodo desde la asunción de Néstor Kirchner en 2003. Se incluyen en el análisis la devaluación y las medidas para tratar sus consecuencias, entre ellas la pesificación asimétrica y las medidas que han formado parte del rescate financiero; y los controles del mercado de cambios y la política monetaria, de la que forma parte la política de esterilización. El análisis de estas medidas reviste importancia por formar parte del desmantelamiento del Plan de Convertibilidad, política que resultó fundamental para el encumbramiento del capital financiero en la década anterior.

A continuación se analizará la nueva gestión de la deuda pública, de la que forman parte la reestructuración de la deuda en suspensión de pago desde 2001 y el pago de las obligaciones con el FMI. Como se explicó en el capítulo anterior, la deuda jugó un papel central en el protagonismo de las finanzas en los años noventa. De

ahí surge la importancia de analizar los cambios experimentados en su gestión cuyas consecuencias se abordarán en el capítulo 4.

Para finalizar, se analizarán las medidas implementadas a partir del 2008, momento en el que comienza a hacerse manifiesta la necesidad de recursos por parte del Estado. Entre ellas se encuentran la nacionalización de las AFJP, la aplicación de los controles al acceso del mercado de divisas, la nueva ley del mercado de capitales y la reforma de la Carta Orgánica del BCRA.

### **3.1 La estrategia neodesarrollista**

A finales de siglo América Latina se encontraba ante la ineficacia de las medidas neoliberales para solucionar la crisis económica, política y social de la región. Como resultado de la presión social ante esta situación surgen diferentes experiencias en el ámbito de la regulación estatal. En el caso de Brasil y Argentina, aunque con diferencias entre ambos países, se establece lo que algunos autores denominan “neodesarrollismo”<sup>86</sup>.

El objetivo de este capítulo no es adentrarnos en el debate teórico que rodea el neodesarrollismo, sino establecer los lineamientos que tiene esta estrategia, en la que se ha conceptualizado la experiencia de Argentina luego del fin del Plan de Convertibilidad.

Para ello comenzaremos estableciendo los pilares de esta estrategia, que hemos agrupado en dos: la intervención del Estado y el fomento de la industria orientada a la exportación. En relación a estos dos elementos incluiremos la orientación de la política económica, así como las características la industria que fomenta esta estrategia, que difiere en varios aspectos de la propuesta desarrollista. La elección de estos dos elementos como organizadores de la exposición se vincula con los elementos de cambio a los que se atribuye el fin de la “valorización financiera”, modelo estrechamente vinculado a las medidas de corte neoliberal.

#### **3.1.1 La intervención del Estado**

Esta estrategia considera una serie de políticas económicas y reformas institucionales que deben llevarse a cabo para alcanzar el nivel de desarrollo que poseen los países avanzados (*catch up*). Se plantea entonces, como primer pilar, la existencia de un Estado interventor, administrativamente eficiente, y financiado principalmente por ahorro interno. Pero no se plantea un retorno al estado del bienestar, se trata de un capitalismo administrado. La presencia estatal no debe obstruir la inversión privada, sino potenciarla, evitando las distorsiones del mercado.

Deben potenciarse las sinergias del Estado y el mercado, ambos deben complementarse en un contexto de globalización. La inestabilidad propia de las economías abiertas, heredadas de las medidas de ajuste y reforma neoliberal, requieren de la intervención del Estado (Sunkel, 2007). La intervención será selectiva y tendrá como objetivo generar las condiciones propicias para el correcto desempeño del sector

---

<sup>86</sup>Dentro de los autores que trabajan con este concepto encontramos a Luiz Carlos Bresser-Pereira, Osvaldo Sunkel y Aldo Ferrer, entre otros.

privado, a través del esfuerzo conjunto de los distintos actores de la economía, las empresas, los trabajadores y las instituciones. Será selectiva porque, como veremos más adelante, no todos los sectores serán objeto de la intervención; en el caso del sector privado se priorizarán aquellas ramas orientadas a la exportación.

Se plantea la necesidad de contar con un Estado financiera, administrativa y políticamente sólido. Los lineamientos a seguir, en términos de política económica, se centran en el equilibrio de las variables macroeconómicas, el mantenimiento de tipo de cambio competitivo y niveles moderados de los tipos de interés y de inflación.

La estabilidad de las variables macroeconómicas se requiere para obtener la solidez financiera, que implica una correcta gestión de las cuentas públicas. Esto último necesita de una correcta gestión de la deuda soberana, que debe ser reducida y con plazos de devolución largos, evitando quedar en manos de sus acreedores, dado el peligro que entraña la amenaza de salida de capitales (Bresser Pereira, 2007).

En el marco del nuevo desarrollismo el mantenimiento del tipo de cambio competitivo posibilitará el ingreso de divisas provenientes del mercado exterior, con el que se realizarán los pagos de la deuda y el control en el mercado cambiario en la economía. La buena gestión de las finanzas públicas permitirá la aplicación de políticas en el terreno social, la acción en el ámbito de las infraestructuras y el apoyo al funcionamiento del mercado. Para el nuevo desarrollismo el tipo de cambio debe ser fluctuante, pero administrado: no existe tipo de cambio completamente libre (Bresser Pereira, 2007, p.123).

La regulación del tipo de cambio, la política comercial y el mantenimiento del tipo de interés bajo tienen como objetivo generar un marco macroeconómico propicio para la formación de capital, con efectos positivos en la inversión e innovación (Bresser Pereira, 2007).

Además, el nivel de tipo de cambio debe garantizar la competitividad de las industrias de tecnologías avanzadas para disipar el impacto negativo que tiene en la industria la existencia de ramas rentistas (Bresser Pereira, 2007). Es decir, evitar la “enfermedad holandesa”, la sobrevaluación cambiaria que genera la entrada de divisas en los países exportadores de materias primas.

Para esta estrategia la regulación cambiaria es una pieza esencial en la medida en que permite influir en la actividad económica y representa un grado de autonomía frente al exterior, favoreciendo la recomposición de la industrialización, además de contribuir a la estabilidad precios internos. Dada la inflación presente en los países latinoamericanos (variable y de carácter estructural), la influencia de los términos reales de intercambio fluctuantes y su estructura productiva poco flexible, el control del tipo de cambio contribuiría a frenar las fuerzas financieras con afán de especular con las monedas de estos países. Además, la inestabilidad cambiaria reduce la capacidad de identificar ventajas comparativas, lo que afecta a la formación de capital.

En el caso de la política comercial, se debe conciliar la competencia externa con el aprovechamiento local de economías de escala y especialización.

Además de promover una política cambiaria concreta, el neodesarrollismo establece que debe realizarse una regulación financiera acorde con el proyecto industrialista. El estímulo de la inversión requiere tipos de interés bajos, aunque positivos en

términos reales, lo que fomentará el crédito, y un sistema financiero acorde con las necesidades de la actividad productiva.

La crítica a las medidas neoliberales se centra, en este sentido, en los efectos perniciosos de la liberalización en la formación de capital y su consecuente efecto en la actividad productiva. El sistema financiero se desvía de la función de ahorro hacia el consumo, la especulación y la concentración patrimonial, provocando la supremacía de la actividad financiera sobre la productiva. Al mismo tiempo existe una gran dependencia de los capitales extranjeros y del sistema financiero internacional. El mercado financiero internacional, el inmenso poder adquirido por el capital especulativo mundial, acecha todas las oportunidades de ganancia en cualquier parte del mundo. Entre ellas, las que pueden derivarse de las debilidades cambiarias que suelen tener los países que incurren en desequilibrios monetarios, fiscales y de sus cuentas externas, y que requieren por ello de fuertes entradas de capital extranjero para saldarlas (Sunkel, 2007, p.480).

Bresser-Pereira (2007, p.123) se refiere a la estrategia neodesarrollista estableciendo las funciones particulares del Banco Central, en acuerdo con el Ministerio de Hacienda: además de controlar la inflación, deberá “mantener el tipo de cambio en un nivel compatible con la estabilidad de la Balanza de Pagos y el necesario estímulo a las inversiones dirigidas hacia la exportación”, además de preservar el nivel del empleo. Para ello tendrá como instrumentos la tasa de interés, la compra de reservas y el establecimiento de controles de capitales para evitar un tipo de cambio valorizado.

En el terreno de la estrategia neodesarrollista se incentivará al sector privado al tiempo que se intentará mantener cubiertas las demandas sociales, dado que se trata de un “proyecto nacional”. A diferencia del desarrollismo, el neodesarrollismo reconoce la necesidad de sostener la acumulación, ya no sobre la base del mercado doméstico sino fundamentalmente sobre la base del crecimiento exportador.

Desde los años ochenta, las elites locales de la región dejaron de pensar con la propia cabeza, aceptaron los consejos y las presiones del Norte y, sin una estrategia nacional de desarrollo, condujeron a sus países al estancamiento (Bresser Pereira, 2007, p.113).

Esta concepción de la estrategia neodesarrollista como proyecto nacional es utilizada como argumento a favor del éxito de ésta en contraposición con la estrategia neoliberal; hablan de esta última como la estrategia impuesta desde los países avanzados<sup>87</sup>.

### **3.1.2 Fomento de la producción industrial orientada a la exportación.**

El segundo pilar es la recuperación de la industria como centro de la escena económica, hacia donde se orientarán las medidas de política económica, evitando una vuelta al proteccionismo y adaptando sus condiciones a la internacionalización de las

---

<sup>87</sup>Otros elementos son utilizados como determinantes a la hora de comparar ambas estrategias, como por ejemplo, la apreciación de la moneda, la pérdida de control de tipo de cambio, la estrategia de ahorro externo, etc. (Bresser Pereira, 2007). No obstante, desde su vertiente teórica neoestructuralista, autores como Ramos y Sunkel plantean que el fracaso en el desarrollo no se reduce a una cuestión de orientación de las políticas económicas, sino que se trata de cuestión de índole endógena y estructural.

economías.

Tanto la intervención estatal como su orientación hacia un proyecto de transformación productiva industrial son puntos en común con el desarrollismo de los años 50. Pero en este caso la intervención estatal será hacia el mejor funcionamiento de las empresas privadas y una mejor inserción externa. Esta estrategia se diferencia del desarrollismo, proponiendo adaptar la industria a la nueva realidad internacionalizada y, como parte de ello, imitar el avance exportador del Sudeste Asiático. En estos países la intervención se limitó a las necesidades estratégicas de un proyecto de cambio, aplicándose de forma selectiva a las fuerzas del mercado, a través de vínculos estrechos con las elites industriales.

La estrategia neodesarrollista propone que el nuevo pacto entre el sector público y privado, y el resto de la sociedad, esté al servicio de la promoción de la industria. Por ello, proponen subsidiar a las empresas industriales para facilitar la expansión de las ventas manufactureras, advirtiendo que será necesaria la moderación salarial, la estabilidad social y el fuerte compromiso de los trabajadores con la productividad (Katz, 2014b).

La globalización es vista como una oportunidad para que el éxito industrial y una nueva inserción externa permitan el desarrollo de las economías de “desarrollo medio”.

El rol del Estado también está en crear políticas industriales que permitan superar las ventajas comparativas dadas, al igual que los fallos de mercado. Dentro de la agenda de esta intervención selectiva hacia la reindustrialización encontramos, como uno de los principales elementos, la reducción de la brecha tecnológica, incentivando la innovación local mediante acuerdos con las empresas transnacionales para superar los problemas dejados por la primera industrialización (Rodríguez, 2007).

El proceso de industrialización, acumulación, generación y difusión del progreso técnico, e incremento de la productividad, permitirá que puedan adquirirse niveles de excelencia comparativa que garanticen una sólida inserción en la economía mundial. El crecimiento a través de una mejor inserción internacional se logrará en base a dos factores: el aumento de la productividad y el control del tipo de cambio. Un tipo de cambio alto genera más inversión por más demanda de productos transables. No obstante, ambos factores necesitan de una evolución salarial dentro de los límites del crecimiento de la productividad. Con una industria que logre una mejor inserción externa, en base al aumento de la competitividad, se obtendrá el equilibrio de la cuenta corriente, imprescindible para la conformación del ahorro interno que permitirá, a su vez, la intervención del Estado.

El papel de las actividades primarias es esencial en esta estrategia. El desarrollo tendrá que basarse en la transformación de recursos naturales, por tratarse del sector donde las economías de América Latina poseen ventajas comparativas naturales y por su elevada productividad como resultado de las transformaciones tecnológicas de la década anterior. Además, la exportación de manufacturas incluye también al sector primario de alto valor agregado (Bresser Pereira, 2007). Estas actividades se convertirán en las proveedoras de divisas para el fortalecimiento de la industria.

Dado que excede el objeto de nuestro estudio, en este apartado no se ha pretendido ni realizar una revisión exhaustiva de las bases teóricas del esquema neodesa-

rollista, ni realizar una crítica de la misma. Simplemente se ha intentado realizar un breve repaso a los principales lineamientos de la estrategia neodesarrollista, en la que se ha conceptualizado la experiencia argentina, especialmente a partir del 2003. En el próximo apartado comenzaremos por analizar las medidas que se tomaron para salir de la crisis económica, política y social en 2002, y las primeras medidas tomadas en 2003, como parte de un modelo cuya intención es poner al ámbito productivo en el centro de la escena económica.

### **3.2 El fin del Plan de Convertibilidad y la política de tipo de cambio competitivo**

La explicación última de la crisis la encontramos en la agudización de las contradicciones del modelo de acumulación vigente desde 1976, lo que impuso ciertos límites al tipo de medidas que podían tomarse para salir de la crisis. Así mismo, existieron otros factores, más allá del económico, que condicionaron las medidas tomadas en 2002: los límites impuestos por la resistencia de las clases populares, ampliamente damnificadas por los ajustes de la década de 1990 y las consecuencias de la crisis, y la representación política que logra un sector de la fracción de clase dominante<sup>88</sup>.

Como hemos mencionado en el capítulo 2, previo al estallido social de diciembre de 2001, existían dos planteos diferentes acerca del camino que debía tomarse para salir de la situación de crisis en la que se hallaba la economía argentina desde 1998. La salida devaluatoria defendida, principalmente, por la UIA fue la que finalmente se llevó a cabo.

En enero de 2002 el gobierno provisional de Eduardo Duhalde declaraba la devaluación del peso y, con ello, marcaba el fin del Plan de Convertibilidad. Sus principales consecuencia fueron la caída de las importaciones, la caída de los costes laborales y el aumento de la deuda pública.

La caída de las importaciones contribuyó a la recuperación de la cuenta corriente, que a lo largo de la década anterior se había mantenido deficitaria. La caída de los costes laborales en términos internacionales estuvo en la base de la mejora de la competitividad en el comercio internacional. Ambas favorecieron al sector productivo, en especial al exportador.

La devaluación de la moneda implicó un aumento de la deuda pública, dado que la mayoría de sus títulos se encontraban denominados en dólares. Pero también por el incremento que representó la emisión de títulos públicos que compensaron el deterioro de los balances de los bancos ante la pesificación asimétrica entre deudas y depósitos (los depósitos se convirtieron a la paridad 1,4 pesos por dólar, y las deudas 1 peso por dólar).

Las empresas que sobrevivieron al modelo neoliberal, los grandes grupos económicos y las transnacionales, se beneficiaron de este primer impulso de la devaluación como consecuencia del encarecimiento de los productos importados, que propició la sustitución de importaciones y el superávit comercial en la Balanza de Pagos.

---

<sup>88</sup>Para más detalles sobre la formación de este sector de la fracción de clase dominante y como logra su representación política ver Wainer (2010).

A esta situación se sumó el contexto del comercio internacional favorable a los productos exportables del país, que posibilitó la mejora de las cuentas públicas mediante las retenciones a la exportación y la acumulación de reservas del Banco Central, indispensables para dar continuidad a la política monetaria y cambiaria del periodo. Por otro lado, el sector privado también se benefició del tipo de cambio alto, por sus consecuencias en la caída del salario real y la recomposición de la tasa de ganancia (Santarcángelo y Fal, 2010). Ésta es una de las consecuencias más relevantes de la devaluación por su efecto en la competitividad internacional, pero también por su efecto en el nivel de vida de los trabajadores. Los salarios se recuperarán a lo largo del periodo que ocupa este trabajo (Wylde, 2012), pero para interpretar correctamente este hecho deben tenerse en cuenta ciertos matices cuyo análisis abordaremos en los siguientes capítulos.

Si bien en un comienzo se optó por una doble cotización y luego por una libre flotación, el control de la paridad monetaria se convertirá en uno de los pilares del modelo macroeconómico, acorde con la estrategia neodesarrollista. Esta medida fue implementada a mediados del 2002 como forma de evitar la suba incontrolada de precios y el aumento de la especulación en torno al dólar. La moneda estadounidense llegó a cotizar a 4 pesos como consecuencia de la expansión monetaria producida por la entrega de redescuentos que formaba parte del rescate financiero<sup>89</sup>

La intervención del BCRA en el mercado cambiario aumentará con el fin de mantener la paridad del peso y evitar, así, el efecto devaluacionista que pudiera tener el ingreso de divisas proveniente de las exportaciones. A partir de julio de 2002 se obligó a liquidar en el Banco Central aquellas exportaciones superiores a 1 millón de dólares. Dicho umbral fue reduciéndose sucesivamente hasta alcanzar los 200 mil dólares en septiembre de 2002<sup>90</sup> (Frenkel y Rapetti, 2007). No obstante, con la estabilización del mercado cambiario, el umbral de liquidación volvió a elevarse gradualmente hasta alcanzar al total de las operaciones de exportación, convirtiéndose en la principal fuente de acumulación de reserva lo que permitió a la autoridad monetaria incrementar su capacidad de intervención en el mercado cambiario<sup>91</sup>. Se buscaba mantener un tipo de cambio competitivo y asegurar el nivel de reservas internacionales que posibilitara esa intervención.

La devaluación y la fluctuación (aunque controlada) del peso acababan con la garantía que se daba a los capitales extranjeros especulativos, de un peso igual a un dólar, y estaba en sintonía con la recuperación industrial. Esta situación se diferencia del periodo anterior, donde la moneda sobrevaluada representaba un obstáculo para la actividad industrial, comprometiendo su competitividad.

Para compensar el efecto inflacionario de la inyección de pesos que la compra de

---

<sup>89</sup>Las operaciones de mercado abierto fueron introducidas a la salida de la convertibilidad, como alternativa al mercado de dólar que canalizaba la liquidez disponible. Además de aplicarse medidas para evitar el filtro de salida de depósitos a través del proceso judicial, el propio desempeño del mercado financiero local contribuyó a la estabilidad cambiaria, el tipo de los depósitos a plazo fijo alcanzó 76 %, y los LEBAC a 14 días alcanzaron un tipo de interés del 115 % en julio de 2002 (Frenkel y Rapetti, 2007, p.5)

<sup>90</sup>Antes del derrumbe de la convertibilidad, ya se habían introducido algunos controles de cambios sobre las transacciones externas (Frenkel y Rapetti, 2007)

<sup>91</sup>Comunicación "A" 3473



divisas generaba y evitar la apreciación de la moneda nacional, comenzó a utilizarse la colocación de títulos de la entidad emisora (Frenkel, 2007; CENDA, 2010): Letras del Banco Central (LEBAC) y Notas del Banco Central (NOBAC). De esta forma se combinaba una política de acumulación de reservas, vía liquidación de divisas, y la esterilización del excedente de pesos que a raíz de ella se generaba. Esta política de esterilización ha sido cuestionada puesto que, por un lado, contribuiría a fomentar la tendencia hacia la financiación pública por parte del sector bancario y, por otro lado, comprometería las cuentas del Banco Central. La emisión de estos títulos ha crecido progresivamente a una tasa promedio del 41 % en todo el periodo, presentando un crecimiento más intenso entre 2002 y 2007 (78 % versus un 17 % entre 2008 y 2012). Este ritmo de emisión ha aumentado el compromiso con los tenedores de estos títulos, al representar en 2012 el 47 % de las reservas internacionales<sup>92</sup>. Los intereses pagados por el BCRA han crecido en promedio un 34 % en el mismo periodo, y el tipo de interés de sus títulos ha girado en torno al 14 %.

Como veremos en el siguiente apartado, sus efectos estarán más relacionados con la gestión de la deuda pública, aunque también tendrá relevancia en términos de la rentabilidad del sector financiero.

La intención de mantener el tipo de cambio competitivo se hizo mucho más patente cuando asume la presidencia Néstor Kirchner, quien reafirma el curso de la política económica seguida hasta al momento al mantener al frente del Ministerio de Economía a Roberto Lavagna, cabeza de la institución desde abril del 2002. A partir de 2003, el control cambiario se realizó en el marco de metas cuantitativas de creación monetaria, que eran informadas por el Banco Central al inicio de cada periodo para evitar que los precios crecieran por la expansión de la liquidez.

Además de estas políticas, las retenciones a la exportación buscaban aprovechar las rentas extraordinarias, resultado de la subida vertiginosa de los precios de las materias primas, para solventar, en parte, la delicada situación fiscal en un momento de emergencia económica. Con ellas también se intentaba contener los efectos que el elevado precio internacional de las *commodities* tenía sobre los precios internos<sup>93</sup>. No obstante, como se verá más adelante, ninguna de estas políticas (esterilización y retenciones) resultó del todo exitosa en el largo plazo para contener la subida de los precios.

En un principio se fijaron las retenciones en un 10 %, para luego duplicarse al poco tiempo después. En el caso de la soja se eleva al 35 % en noviembre de 2007. En los últimos años de nuestro periodo de estudio, las retenciones al petróleo y sus derivados llegaban al 45 %.

El control del mercado cambiario continuó realizándose mediante la intervención del Banco Central, a partir de la cual se produjo un aumento muy significativo de reservas internacionales. Esto ha permitido, a su vez, un amplio margen de maniobra para la política monetaria (neutralizada en el periodo anterior por el Plan de Converte-

<sup>92</sup>Según datos del Balance Anual - Serie semanal del BCRA.

<sup>93</sup>Además de estas medidas de política económica, a partir de 2005 el gobierno también comenzará a utilizar la negociación con sectores de la economía para el control de precios. En 2008 se intentará elevar el nivel de retenciones que desencadenará en el conflicto con el campo.

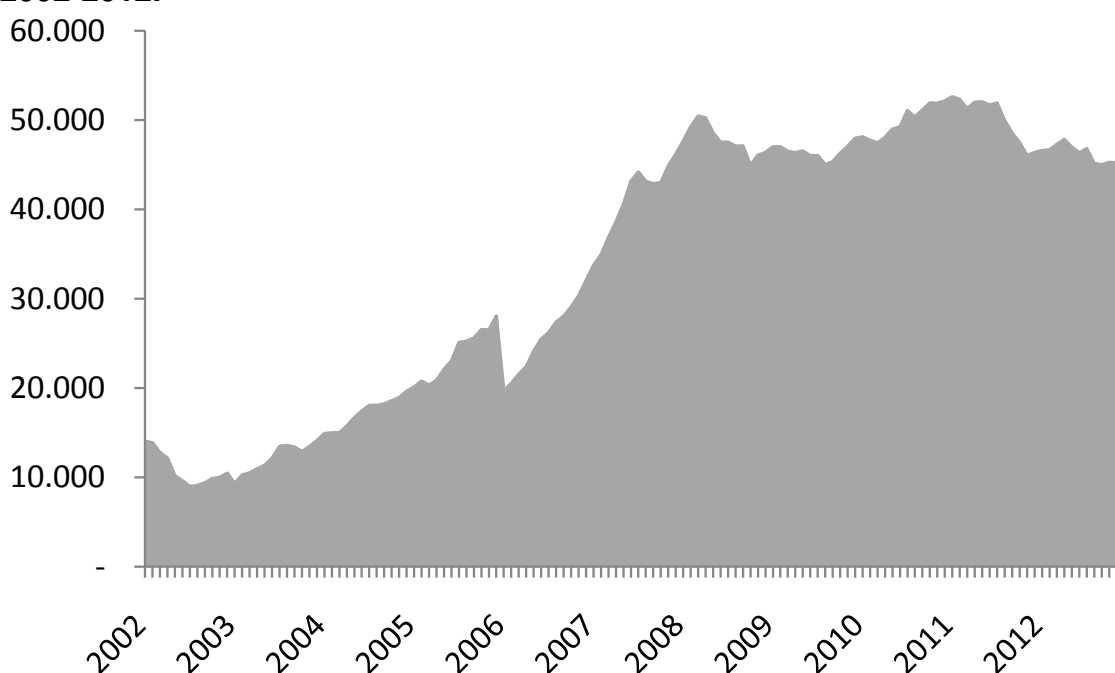
bilidad), además de ser el bastión de la política de “desendeudamiento”, permitiendo la regularidad en el pago de los servicios de la deuda reestructurada.

El aumento de las reservas resulta sumamente importante, no solamente por el nivel en que se hallaban cuando se inicia la recuperación a mediados de 2002, sino por su significado como instrumento de la política económica. Las reservas internacionales pasan de 14.069 millones de dólares en enero de 2002 a 46.176 millones de dólares en diciembre de 2007, tal como se puede ver en el gráfico 3.1. En 2011 llegan a los 52.618 millones de dólares. A partir de este momento comenzará su camino descendente, hasta llegar a los 43.290 millones de dólares en 2012.

En este sentido, la liquidación de divisas en el interior de la economía permitirá que el Banco Central intervenga en el mercado cambiario, comprando y vendiendo divisas para conservar una determinada paridad cambiaria con el objetivo de mantener la competitividad de los productos argentinos.

Además de permitir la intervención en el mercado cambiario, las reservas internacionales también harán posible el pago de los servicios de la deuda reestructurada, cuyo origen es la cancelación de la deuda con el FMI en 2006.

**Gráfico 3.1: Reservas Internacionales del Banco Central en millones de dólares, 2002-2012.**



\* El detalle de los datos de este gráfico se encuentra en el cuadro 2 del anexo estadístico.

Fuente: BCRA, Panorama monetario y financiero (series mensuales).

No obstante, la política de esterilización a través de los títulos del BCRA fue cuestionada por los efectos que podría tener en el balance de la entidad<sup>94</sup> y por los que podría tener en el comportamiento de los bancos, fomentando la desintermediación financiera. Como se analizará más adelante en este trabajo, la solvencia del Banco

<sup>94</sup>Sobre la sostenibilidad de la política de esterilización véase Frenkel (2007).

Central se verá comprometida ante el crecimiento en la emisión, pero también por la financiación al Tesoro Nacional. Esto se pondrá de manifiesto cuando, a partir de 2011, las reservas comiencen a caer, como muestra el gráfico 3.1, y sus consecuencias hagan necesaria una nueva intervención.

El fin del tipo de cambio fijo modificó uno de los mecanismos sobre los que funcionaba la valorización del capital financiero en la década de 1990, sin embargo, los caminos seguidos por la política monetaria y cambiaria parecen dar continuidad a una tendencia a la financiación al sector público por parte del sector financiero, aunque no comparable a la existente en el periodo anterior. Más adelante, en el capítulo 5, veremos los efectos que esta política tiene sobre la actividad de este sector. Por su lado, la acumulación de reservas permitirá la intervención en el mercado cambiario y, como se verá en adelante, jugará un papel fundamental en el pago de la deuda externa reestructurada. No obstante, los efectos en la competitividad del “dólar caro” comenzarán a menguar debido a la creciente presión inflacionaria a partir de 2007.

### **3.3 Las medidas para evitar la debacle del sistema financiero**

Una de las consecuencias de la devaluación fue el impacto en el balance de los bancos.

En un primer momento, la devaluación parecía afectar los privilegios que el capital financiero había tenido en el periodo anterior, ya sea por eliminar la garantía de conversión entre peso y dólar, como por el fin del mecanismo del Plan de Convertibilidad que hacía necesario el ingreso de capital extranjero. Como ya mencionamos en el epígrafe anterior, la convertibilidad termina con la devaluación a principios del 2002. Esto implica que ya no será necesario el ingreso de divisas para mantener la base monetaria al 100 %, lo que, junto con la mejora en la cuenta corriente favorecida en cierta medida por esta política cambiaria, acabará con uno de los factores que fomentaba la dependencia de la entrada de capital financiero internacional. No obstante, a lo largo de este trabajo matizaremos lo que atañe al fin de la dependencia financiera.

Sin embargo, si incorporamos al análisis las medidas de rescate al sector financiero, la afirmación que sostiene el fin de los privilegios al capital financiero no resulta tan clara, especialmente para la fracción local. Se contó con la asistencia del Banco Central y del Estado para este rescate. La regulación al sector financiero se caracterizó, a lo largo de este año de transición, por medidas que buscaron evitar la quiebra del sector bancario y la resolución de los problemas de liquidez de la economía.

El conjunto de medidas que formaron parte del rescate al sector financiero, y que permitieron eximirlo de buena parte del coste de la crisis, incluyen los redescuentos otorgados por el Banco Central, la compensación a los bancos por la conversión de depósitos y créditos a pesos, y los canjes de títulos públicos por depósitos.

El 23 de enero de 2002 se reforma la Carta Orgánica del Banco Central (Ley 25.562), se le restituye a la institución el rol de prestamista de última instancia, el control de la emisión monetaria, la capacidad de intervención en el mercado cambiario y se amplía su margen para asistir con fondos a las entidades financieras. En el marco de esta reforma, el Banco central destinó fondos al rescate otorgando redescuentos

no sólo a los bancos locales, sino también a las filiales extranjeras, a las que supuestamente salvarían sus casas matrices. A lo largo de 2002, el Banco Central otorgó asistencia por iliquidez transitoria a 40 entidades por 15.537,5 millones de pesos en adelantos y redescuentos<sup>95</sup>.

Durante el primer semestre de 2002 los depósitos caen ante la pérdida de confianza. No obstante, se recuperan en el segundo semestre, concretamente, a partir de agosto (aunque para ello deban ofrecerse tipos de interés del 90 %) (Damill *et al.*, 2003b). Tras el giro de la trayectoria de los depósitos, la emisión de pesos para la asistencia de las entidades financieras se vuelve marginal y comenzará la etapa de acumulación de reservas, gracias a las medidas de control de cambio que se toman en el primer semestre (obligación de los exportadores de liquidar sus divisas, control del Banco Central para el giro de divisas al exterior y la intervención en el mercado cambiario). Si bien los depósitos se recuperan, no pasa lo mismo con el crédito. Como mencionamos más arriba, la expansión monetaria se volcó fundamentalmente a la compra de dólares, al atesoramiento de efectivo y a la cancelación de deuda bancaria.

La pesificación asimétrica es otra de las medidas que pone de manifiesto las ventajas que el sector financiero tuvo por sobre otros sectores. Con la pesificación asimétrica, anunciada en febrero de 2002, se garantizaba la liquidez de las deudas de las empresas<sup>96</sup>. Junto con estas medidas se estableció también la posibilidad de retirar hasta 1.500 pesos semanales de las cuentas a la vista (Damill *et al.*, 2005, p.216). Recordemos que las restricciones al acceso a los depósitos se mantenían.

Se convirtieron a pesos las deudas y los depósitos originalmente constituidos en dólares, pero utilizando distintas paridades para la conversión. Es decir, las deudas se convirtieron a pesos manteniendo el 1 a 1, aunque ajustables por un índice que reflejaba el comportamiento de los salarios (Coeficiente de Variación Salarial, CVS), mientras que los depósitos se convirtieron a 1,4 pesos por dólar, actualizables por el coeficiente de estabilización de referencia ligado a la inflación, el llamado CER, más un tipo de interés pactado entre bancos y clientes<sup>97</sup>. Se generaba así un desequilibrio en los balances del sector bancario.

Si bien la pesificación asimétrica beneficiaba en buena medida a las empresas deudoras, el sector financiero será rescatado del desbalance en su situación patrimonial a través de la emisión de títulos públicos (5.900 millones de dólares) (Damill *et al.*, 2005, p.216). Así el Estado se hace cargo de parte del coste de la crisis, transfiriendo en última instancia el coste a la sociedad, donde los más perjudicadas serán las clases populares, por la devaluación y por transferencia de recursos de los ahorristas a los grandes deudores, verdadera consecuencia de esta medida.

Por otro lado, esta asimetría tendió a acentuarse. Puesto que la inflación crecía a un ritmo superior al aumento nominal de los salarios, los pasivos pesificados de los bancos crecieron más aceleradamente que los activos, lo que será objeto de reclamo

<sup>95</sup>Según datos del "Informe del Congreso de la Nación" del año 2002, que entrega el Banco Central.

<sup>96</sup>Cobe (2009) sostiene que la presión del sector financiero lleva a que se conviertan a pesos también los depósitos, pese a la promesa de Duhalde de devolver los ahorros en dólares, en su discurso del 1 de enero de 2002 ante la Asamblea Legislativa.

<sup>97</sup>También se pesificaron las cuentas corrientes en dólares que mantenían los bancos en el Banco Central.

en los meses que siguieron a la medida. El Congreso sancionó, en octubre de 2003, una ley en la que se facultaba al Poder Ejecutivo a compensar a las entidades financieras por la “indexación asimétrica” con la emisión de títulos (BODEN 2013) por hasta 2.800 millones pesos (Damill *et al.*, 2005). La compensación se consigue, pero no resultó muy significativa (90 millones de pesos) porque los índices tendieron a converger con el correr del tiempo (Cobe, 2009).

Las protestas por la decisión de pesificar los depósitos y reprogramar sus vencimientos no aplacó el nivel de descontento de los ahorristas, que exigían el fin del acceso limitado a sus depósitos y su valor original en dólares. Las decisiones judiciales a favor de estos reclamos “filtraban” fondos de los bancos.

El Congreso aprobó en abril de 2002 la llamada ley “Tapón” para aminorar la fuga de depósitos resultante de los amparos. La medida modificaba los procedimientos judiciales y establecía que los depositantes sólo podían acceder a los fondos una vez que el proceso judicial hubiese concluido; mientras tanto el dinero debía permanecer en una cuenta custodia. La ley no tuvo éxito en detener la fuga hasta que en julio, el Poder Ejecutivo emitió un decreto que prohibía por 120 días la devolución de depósitos por amparos (Frenkel y Rapetti, 2007).

La salida de depósitos vía judicial y la transferencia de fondos a bancos “más fiables” llevaron a que el Estado volviera a intervenir, presentando tres ofertas de canje voluntario de los depósitos reprogramados y de los depósitos a la vista por títulos públicos. En las dos primeras ofertas el Estado asumió directamente la deuda de los bancos con los ahorristas. En el tercer canje se liberaron los fondos reprogramados y se emitieron títulos por la diferencia entre el valor del depósito en su moneda original y el monto liberado. Se consiguió una amplia aceptación, solucionando parcialmente el problema de liquidez del sistema bancario, aunque la deuda pública aumentó en 6.086 millones de dólares aproximadamente, mientras que las entidades financieras, a su vez, asumieron obligaciones con el Estado por el valor de los bonos emitidos (Damill *et al.*, 2005, p.218).

Además, para compensar los efectos negativos de la devaluación ante el descalce monetario de los bancos, se emitieron los “bonos cobertura” en moneda extranjera por 2.400 millones de dólares (Damill *et al.*, 2005, p.216), los bancos contrajeron esta deuda con el Estado, aunque se les permitió cubrir estas obligaciones a través de depósitos en el Banco Central o cancelando deuda que el Estado mantenía previamente con ellos.

Todas estas medidas formaron parte del rescate al sistema financiero e incrementaron la deuda pública en un total de 14.390 millones de dólares (Damill *et al.*, 2005, p.216), amortiguando los efectos de la crisis para el sector financiero.

Dice Cobe (2009, p.111):

Las operaciones de canje de depósitos por bonos y los adelantos que otorgo el BCRA a los bancos, junto al dispositivo de normas para evitar el goteo de fondos, implicaron un esfuerzo financiero y político por parte del Estado, y por ende, de la sociedad en su conjunto, a favor del sistema bancario.

Varesi también menciona que “se sumaron otros US\$ 9.679 millones con los que

el Estado nacional apuntaló el sistema financiero absorbiendo las deudas que los Estados provinciales mantenían con los bancos” (Varesi, 2012, p.286), por lo que el total ascendería a 24.969 millones de dólares.

En el caso de las AFJP, la pesificación (Decreto 471/02) supuso el crecimiento de los fondos en un 59 %, ya que las obligaciones del sector público, nacional, provincial y municipal vigentes al 3 de febrero de 2002, denominadas en dólares estadounidenses u otra moneda extranjera, bajo legislación argentina, también se convirtieron a 1,4 pesos por dólar o su equivalente en otra moneda, más su ajuste por CER.

A lo largo de 2003 se levantaron las restricciones sobre los depósitos bancarios y se rescataron las cuasi-monedas, creadas ante la falta de liquidez. Para ello, el gobierno tomó obligaciones con el Banco Central por 2.429 millones de dólares, quien emitió billetes de curso legal a cambio de estos bonos (Damill *et al.*, 2005, p.218).

El resultado de todas estas medidas para el sistema financiero es la minimización de sus pérdidas y el establecimiento de las bases para su recuperación. Con lo cual podemos ver que, pese a mantenerse en el discurso oficial la idea de que se trataba del “fin de la fiesta” para el capital financiero, el sector financiero se convirtió en uno de los ámbitos más beneficiados de las medidas de política económica.

### **3.4 La nueva gestión de la deuda pública**

La nueva gestión de la deuda se ha llevado a cabo a través de la denominada “política de desendeudamiento”. Esta política habría sido, según la administración pública, lo que ha hecho posible la desarticulación de uno de los mecanismos que permitían la gravitación en las finanzas de la dinámica económica argentina. En el periodo anterior, el endeudamiento público, en su mayoría externo, requería de nuevo endeudamiento para hacer frente al pago de intereses, ofreciendo tipos cada vez más elevados por ser emisiones cada vez más riesgosas, dada la exigencia de la política cambiaria, el estado de las cuentas públicas y de la Balanza de Pagos. Esto generaba unas rentabilidades muy elevadas, convirtiéndose en el centro de las inversiones a corto plazo.

Los tres hitos de esta política de desendeudamiento son: la declaración del *default* de parte de la deuda pública en diciembre de 2001, la reestructuración de esta deuda en 2005 y el pago de las obligaciones con el FMI en 2006 (CENDA, 2010).

Ya hemos comentado en qué consistió el *default* parcial de la deuda pública en el capítulo 2, que habría perjudicado especialmente a los acreedores extranjeros. Hemos desarrollado el tema en el capítulo de antecedentes por tratarse de una medida anterior al periodo que abarca nuestro estudio. No obstante, dada sus repercusiones como detonante de la reestructuración y de otras cuestiones, haremos mención de ella a lo largo de este trabajo cuando lo consideremos necesario para la argumentación. Veremos a continuación los otros dos hitos.

#### **3.4.1 La reestructuración de la deuda pública en suspensión de pago**

Como mencionamos en el párrafo anterior, el primer hito de la llamada política de “desendeudamiento” fue el *default* y el segundo hito fue la reestructuración de

esta deuda. Los primeros pasos para recomponer la situación de *default* se dieron en la segunda mitad del 2003, con la “Propuesta de Dubái”, cuya característica más importante fue la propuesta de quita del 75 %. Los acreedores rechazaron este primer intento de renegociación y el FMI comenzó a presionar para que el gobierno argentino presentara una propuesta más “aceptable”. La propuesta final de reestructuración, que incluía mejores condiciones para los acreedores, se anunció en junio de 2004 y se realizó sin la intervención del Fondo Monetario Internacional. Fue la evolución de los mercados internacionales la que torció la balanza en favor de la propuesta Argentina<sup>98</sup>.

La reestructuración incluía la emisión de tres instrumentos: Par, *Discount* y Cuasi Par. Los viejos bonos se reemplazarían por éstos, a los que se sumarían los cupones ligados al PIB, a modo de “premio” para los acreedores que entraban al canje.

Los bonos Par carecían de quita de capital, el pago de intereses era creciente, desde el 1,33 % al 5,25 % en dólares, y amortizarían capital desde el 2029. Los bonos *Discount*, tuvieron una quita del 66,3 %, con un interés del 8,28 % anual en dólares, de los cuales capitalizarían una parte (del 4,31 % al 2,51 %) durante los 10 primeros años, y amortizarían capital desde 2014. Por último, los bonos Cuasi Par, que fueron diseñados para las AFJP y grandes fondos de inversión, y tuvieron una quita del 30 %. Estos títulos devengarían un interés del 3,31 % que se capitalizaría durante los primeros 10 años, se emitieron en pesos y se indexaron por el CER. La amortización de capital de estos bonos se realizará, recién, a partir del 2036 (Giuliano, 2006).

Es importante tener en cuenta que, si bien la quita sobre el valor nominal fue diferente, el conjunto de las condiciones sobre el plazo y el nivel de tipos de interés<sup>99</sup> hacían que los bonos resultasen más o menos equivalentes en el mercado (Capello y Grión, 2010).

El cupón ligado al PIB se emitió en igual cantidad que el monto del capital canjeado y cotizaba separadamente una vez transcurridos los primeros seis meses desde la finalización del canje. Estas unidades daban derecho a percibir una renta proporcional al 5 % del excedente del PIB observado respecto del que se estableció como nivel base. Según se acordó, el comienzo del pago sería 2005, el crecimiento inicial del 4,3 %, y la fecha límite 2034, año en el que se estableció que se alcanzaría el límite máximo que pagaría este cupón. Dentro de las previsiones, a partir del año base, el PIB decrecería hasta el 3 % en 2015, manteniéndose en ese ritmo desde allí hasta 2034 (Damill *et al.*, 2005).

El pago de dichos cupones se realizaría si se cumplían simultáneamente tres condiciones. La primera, si para el año de referencia el PBI real efectivo superaba el PBI real del caso base. La segunda, si para el año de referencia el crecimiento anual del PBI real efectivo superaba la tasa de crecimiento indicada para ese año en el caso base. La tercera, si el total de los pagos efectuados sobre un valor negociable vinculado al PBI no superaba el límite máximo de pago para ese valor negociable vinculado al PBI (Capello y Grión, 2010). Lo cierto es que las expectativas fueron superadas por la realidad, Argentina presentó elevadas tasas de crecimiento en los primeros años que

<sup>98</sup>Para más información sobre las negociaciones previas ver Giuliano (2006); Damill *et al.* (2005).

<sup>99</sup>Para una información más detallada sobre las características de los bonos véase (Damill *et al.*, 2005).

le siguieron al canje.

El primer *megacanje* se realizó en 2005. Como resultado, el *stock* de deuda pasó de 191.224 millones de dólares a fines de 2004 a 123.900 millones de dólares en diciembre de 2005, lo que implicaría, en términos de porcentaje de PIB, una reducción del 113 % al 72 %.

Según la información oficial, sobre un total de 81.836 millones de dólares ingresaron al mismo 62.318 millones de dólares, equivalentes al 76,15 % de ese monto, y se canjearon por 35.261 millones de dólares, o sea un valor equivalente al 56,6 % de los bonos que entraron en el canje. Éste sería el monto de la quita, pero lo cierto es que si contemplamos los bonos previstos pero que no ingresaron en este primer canje, la misma habría sido de un 44 % ( $35.261/81.836$  millones de dólares).

Se emitieron 15.000 millones de dólares de Bonos Par, 11.932 millones de dólares de Bonos *Discount* (que reemplazaban a 35.405 millones de dólares en bonos viejos) y 8.329 millones de dólares de Bonos Cuasi Par (que reemplazaban a 11.913 millones de dólares en bonos viejos).

Se redujeron los servicios de intereses a pagar, que en diciembre de 2001 equivalían a 10.175 millones de dólares anuales, a un valor cercano a los 3.205 millones de dólares. Además aumentó la participación de la deuda en pesos, que pasó del 3 % al 37 %, mientras que la deuda en dólares se redujo del 66 % al 37 %. El resto de la deuda en otras monedas quedó en porcentajes similares. Se alargaron los plazos de vencimiento y bajaron los tipos de interés, por lo que para el gobierno se redujo el “valor presente neto” de la deuda, sin considerar los bonos elegibles que no entraron en el canje (Lo Vuolo y Seppi, 2008).

Los bonos tuvieron fecha de emisión el 31 de diciembre de 2003 y comenzaron a devengar intereses a partir de entonces como parte de las concesiones que se hicieron para realzar el atractivo de la oferta (Capello y Grión, 2010). Como ya se ha mencionado, en el caso de los cupones vinculados al PIB, se estableció que el pago se realizaría a partir del año 2005 y hasta 2034 o hasta el año en el que se alcance el límite máximo fijado.

Junto con el canje, como medida cautelar ante la entrada de capitales que supondría la reestructuración de la deuda, se implementaron los primeros controles de ingreso de capitales con el fin de controlar los efectos que podría tener, en términos de estabilidad macroeconómica, una entrada masiva de capitales en el corto plazo, dado el vínculo que existe entre la entrada de masiva de estos fondos y su posterior salida (Gaggero *et al.*, 2007).

En lo sustancial, se extendió la permanencia mínima a 365 días y se estableció que los ingresos de capitales<sup>100</sup> (excluyendo aquellos dirigidos al financiamiento de emisiones primarias de deuda pública y privada, transacciones de comercio exterior, inversiones extranjeras directas y la compra de inmuebles) debían realizar un depósito no remunerativo del 30 % por ese mismo lapso de tiempo (Borzel, 2005). La medida procuró desalentar los movimientos de capitales de corto plazo y aumentar el control de la autoridad monetaria. Sin embargo, se dejaron márgenes para evadir el encaje.

---

<sup>100</sup>Decreto 616/05.



En 2010 se realizó un nuevo canje como consecuencia de la agudización de los conflictos por los litigios iniciados por acreedores que decidieron no participar de la reestructuración en 2005. Estos acreedores han reclamado, desde entonces, el reconocimiento de la deuda original. Se sucedieron demandas durante todo este periodo, con fallos a favor de los demandantes, embargos, apelaciones, etc., adquiriendo una importancia creciente en los últimos años. La apertura de un nuevo canje como intento de solucionar el problema con los llamados “fondos buitres” significó la eliminación de la “cláusula cerrojo”, que prohibía la reapertura de la oferta de canje después de la fecha de vencimiento del realizado en 2005<sup>101</sup>. El monto elegible fue de 18.300 millones de dólares, incluyendo intereses devengados e impagos al 31 de diciembre de 2001. Esta vez el porcentaje de aceptación alcanzó el 66,8 %, es decir 12.210 millones de dólares<sup>102</sup>. La nueva deuda ascendió a 7.179 millones de dólares, y por cada unidad de valor elegible ingresado al canje se entregó una unidad ligada al PIB<sup>103</sup>. El porcentaje de deudores que entraron al canje se elevó hasta representar el 92,5 % de la deuda original.

### **3.4.2 El pago de la deuda y la relación con el FMI**

El tercer hito para la política de desendeudamiento fue la cancelación el 3 de enero de 2006 de la deuda con el FMI, unos 9.530 millones de dólares. Para dicha cancelación se utilizaron reservas internacionales del BCRA, generándose como contrapartida una obligación del Tesoro con esta entidad, por el mismo monto e instrumentada en una Letra Intransferible en dólares. La caída de las reservas ese año puede apreciarse con claridad en el gráfico 3.1. Este hecho desencadenó un importante debate sobre la utilización que debía hacerse de las reservas internacionales; una vez más se priorizaba el pago de una institución financiera internacional, sobre la utilización de los recursos para el beneficio de la sociedad.

El pago de la deuda con el FMI se da en un contexto en el que el conjunto de países que más endeudados estaban con la institución cancelaron sus obligaciones. El organismo internacional habría exigido cancelar esta deuda como parte de una política “para bajar su exposición” financiera frente sus grandes deudores, principalmente Brasil, Turquía y Argentina (Giuliano, 2006).

La nueva gestión de la deuda, sin la intervención de este organismo internacional, y la cancelación de las obligaciones que se tenía con él marcaron una impronta diferente en las relaciones con la institución en la post-convertibilidad. Esta relación ha sido clave en el pasado para comprender cómo el capital financiero internacional ingresó al país, desde mediados de la década de 1970, en el marco de las necesidades creadas por la deuda externa y del Consenso de Washington.

Mientras que en el período 1994-2001 la Argentina recibió financiamiento neto de

<sup>101</sup> Ante el conflicto que representaron los litigios en los Estados Unidos, abiertos por los llamados “fondos buitres” (fondos de capital riesgo o de inversión libre altamente especulativos), se planteó una reapertura del canje en 2012.

<sup>102</sup> *La Nación*, 28 de junio de 2010.

<sup>103</sup> Datos según en el Informe de Deuda del Ministerio de Economía y Finanzas de la Nación Argentina (MECON).

los organismos multilaterales por más de U\$S 23.000 millones (40 % de los cuáles se concentraron en 2001), en la fase 2002-2004 se pagaron más de U\$S 4.600 millones, en términos netos (Damill *et al.*, 2005, p.212).

El cambio de sentido en el flujo de fondos es una de los elementos que diferencian la relación en Argentina y el FMI durante este periodo. Se acaba la financiación por parte de este organismo, por ende se acaban, también, los condicionamientos en términos de política económica, ampliándose los márgenes de libertad que hasta ahora se habían tenido en este ámbito.

Este giro tuvo su origen en 2002, cuando las medidas que se tomaron para sacar al país de su crisis respondieron a criterios opuestos a los del Fondo. Si bien en un comienzo se aplicaron algunas medidas recomendadas por este organismo, sus resultados negativos llevaron al gobierno a afianzarse en la defensa de su propio criterio a la hora de decidir qué medidas llevar adelante. Entre ellas encontramos la política cambiaria a comienzos del 2002. La devaluación fue acompañada del establecimiento de un tipo de cambio fijo y de controles sobre la compra de divisas que, con carácter transitorio, buscaba estabilizar la economía. Aunque se tenía previsto flexibilizar el tipo de cambio a lo largo del tiempo, el FMI insistió en la libre flotación del peso. El gobierno adoptó este régimen, lo que provocó la subida del dólar a niveles próximos a 4 pesos por dólar. Ante esta situación se reimplantaron, nuevamente, los controles cambiarios. Otro ejemplo de diferencias entre las recomendaciones del FMI y las medidas que se tomaron en su lugar fue la creación de opciones para los ahorristas que evitaron el estallido del sistema financiero. En su lugar el Fondo proponía atender la crisis a través de la liquidación masiva de entidades y la reestructuración de la banca pública.

En 2003 se suscribió un acuerdo de tres años en el que se establecía la refinanciación de los vencimientos de capital de deuda con el organismo, a través de nuevos financiamientos por montos del mismo valor que el de los vencimientos del capital de la deuda, atados a cláusulas de condicionalidad. Los términos de la condicionalidad se acordaron sólo para el primer año. En ellos se establecía que la magnitud del superávit fiscal primario consolidado debía ser del 3 % del PIB, además de requerirse la redefinición de los contratos de concesión y el establecimiento de nuevas regulaciones de las tarifas públicas de las empresas privatizadas en los años noventa. También incluía la introducción de medidas tendientes a fortalecer el sistema financiero y la aprobación de una ley de distribución de recursos fiscales entre la Nación y las provincias (Damill *et al.*, 2005).

La condicionalidad incluyó adicionalmente una cláusula de tratamiento de “buena fe” a los acreedores externos, dando al FMI gran margen de discrecionalidad en la evaluación de su cumplimiento por la ambigüedad del término.

Al término del primer plazo, y a pesar de haber cumplido las metas cuantitativas, Argentina incumplió las cualitativas, especialmente las relacionadas con la finalización de la renegociación de los contratos y el establecimiento de un nuevo marco regulatorio para las tarifas públicas. En el momento en que se evaluaron el cumplimiento de las cláusulas, el país se encontraba en pleno proceso de reestructuración de la deuda.

El acuerdo quedó en *stand by* hasta 2005, si bien el FMI no dio por incumplido el

acuerdo, lo que hubiera sido un obstáculo para el proceso de reestructuración de la deuda en suspensión de pago. Lo cierto es que Argentina era uno de los deudores más importantes del organismo; un revés semejante hubiera hecho peligrar la prioridad en el pago de sus obligaciones.

A pesar de la suspensión del programa, a lo largo del período 2002-2004 el país efectuó pagos netos de capital al FMI por más de 2.100 millones de dólares, junto con unos 1.900 millones de dólares adicionales, en concepto de intereses (Damill *et al.*, 2005, p.228).

A pesar de no haber obstaculizado el proceso, la negociación para la reestructuración de la deuda estuvo marcada por las tensas relaciones entre el FMI y el país. La institución internacional sostenía que Argentina estaba en condiciones de hacer una oferta sustancialmente mejor y que para ello debía prometer un mayor esfuerzo fiscal. Su desvinculación en la confección de los términos de la reestructuración resulta inédita, puesto que el organismo ha intervenido en las reestructuraciones de deuda soberana con el sector privado en América Latina desde los años ochenta.

Finalmente, en 2006 el gobierno argentino hizo efectivo el pago de sus obligaciones de forma anticipada en respuesta, principalmente, a la intención del Fondo de que las obligaciones que los países más endeudados tenían con el organismo fueran canceladas (Giuliano, 2006).

A partir de entonces, el primer acercamiento se produce en 2010 con la intervención técnica del Fondo Monetario en la confección de la nueva metodología del INDEC. Este acercamiento puede interpretarse como un intento de mejorar las expectativas de los inversores extranjeros, dadas las condiciones cada vez más complicadas de la economía y el convulso ámbito político y social de esos últimos años.

Pese a la mejora de las relaciones continuaron siendo tirantes debido a los intentos, por parte de la institución, de desacreditar las acciones políticas y las medidas económicas de los gobiernos kirchneristas<sup>104</sup>.

El pago de la deuda del FMI utilizando reservas internacionales fue el comienzo del camino de la financiación de la deuda externa con deuda intra-estado, base de las críticas a la “tesis del desendeudamiento”. Como veremos en el próximo capítulo, el entramado de instituciones públicas ha sostenido la nueva gestión de la deuda comprometiendo su solvencia y desviando sus fondos de la utilización social. Han convertido las obligaciones del Estado en prioridad.

El discurso oficial sostiene que existe una situación de menor endeudamiento, valiéndose de indicadores como el stock de deuda bruta sobre el PIB, que se ha reducido significativamente desde el 2002, y el menor porcentaje que representa la deuda en dólares en el total del stock de deuda pública nacional. Estos indicadores serían una señal de que la deuda externa pública se habría convertido en un problema gestionable para el gobierno, sin la necesidad de financiarse con la emisión de más deuda externa, como ocurría en los años noventa. Para los defensores del desendeudamiento la pérdida de peso de la deuda en dólares, la capacidad de pago interna y la capacidad para mantener el modelo macroeconómico sin necesidad de recurrir al endeudamiento

---

<sup>104</sup> Aunque en 2014 el FMI expresará su desacuerdo con el fallo Corte Suprema de los Estados Unidos a favor de los Fondos Buitres. Ver *Página 12*, 18 de junio de 2014.

internacional, significaría la eliminación del principal mecanismo sobre el que funcionaba la “valorización financiera” y, con ello, la ruptura de la dependencia de capitales extranjeros.

Por otro lado, este desendeudamiento estaría en línea con la estrategia de modelo productivo sostenido por el gobierno: con una mejor gestión de la deuda se elimina el eje de la actividad especulativa. En el capítulo 4 realizaremos un análisis más profundo del alcance de esta medida, lo que nos permitirá tener una visión más completa acerca del papel del endeudamiento público en este periodo.

Como hemos podido ver en este apartado, a diferencia del periodo anterior, el Estado mantiene una activa intervención en el ámbito de las finanzas y recupera las herramientas de política monetaria, ganando cierta autonomía fuera de los condicionamientos ligados a la financiación del FMI.

Si bien durante los años 2003 y 2007 se lograron elevadas tasas de crecimiento (en torno al 9 % en promedio), una inflación controlada, bajos tipos de interés y la mejora de los indicadores sociales, los desequilibrios reaparece. Vuelve el fantasma de la inflación, la fuga de capitales se reactiva y el equilibrio fiscal comienza a peligrar. A raíz de esta situación se tomarán ciertas medidas de política económica, siendo las más significativas las que afectan al ámbito de las finanzas, como veremos a continuación.

### **3.5 El agotamiento del modelo y las medidas para ampliar los recursos del Estado**

El primer síntoma del agotamiento del modelo macroeconómico consolidado en 2003, fue la reaparición de la presión inflacionaria que, si bien comienza a manifestarse en 2005, se recrudece a partir de 2007<sup>105</sup>. En datos oficiales la tasa de inflación pasa del 4,4 % en 2004 a 8,8 % en 2008 y 10,9 % en 2012. Los datos sobre la inflación resultan más preocupantes si tomamos los publicados por consultoras privadas, que comenzaron a ser tenidas en cuenta a partir del cambio de metodología del INDEC en 2007. Según la consultora State Street<sup>106</sup> en 2008 el IPC fue el 23,5 % y en 2012 el 25,9 %, mientras que en los datos publicados por el Congreso de la Nación<sup>107</sup>, la inflación habría sido en este último año del 25,3 %<sup>108</sup>.

El crecimiento de la inflación irá deteriorando el tipo de cambio real y, con ello, la competitividad de los productos exportables. Por este motivo, a partir del 2008, comenzará a realizarse una devaluación controlada que buscará reducir la inestabilidad y compensar el deterioro de la competitividad.

<sup>105</sup>En 2005 comenzó a presentarse cierta aceleración de la tasa de inflación, el gobierno realizó varios acuerdos con diferentes sectores para contenerla, especialmente con productores de alimentos. A lo largo de este año el BCRA irá moderando su política, reduciendo la expansión monetaria, al mismo tiempo que se subirán moderadamente los tipos del LEBAC de más corto plazo como medida complementaria.

<sup>106</sup><http://www.inflacionverdadera.com/>. Consultado el 28/01/2014.

<sup>107</sup>IPC publicado por el Congreso de la Nación. Desde mayo de 2011, la Diputada Nacional Patricia Bullrich y otros Diputados de la oposición difunden el Índice de Precios al Consumidor elaborado por consultoras privadas.

<sup>108</sup>[http://www.unionportodos.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=1473](http://www.unionportodos.org/index.php?option=com_content&view=article&id=1473). Consultado 12/12/2013.

El siguiente síntoma fue el deterioro del superávit comercial, que comenzó a presentar variaciones negativas a partir del 2007 (se recupera en 2009 para volver a seguir la misma tendencia). La reaparición de la fuga de capitales en 2007 y del déficit fiscal en 2008 dejará ver, con mayor nitidez, la influencia de la deuda pública, y obligará al gobierno a tomar ciertas medidas que, aunque camufladas bajo el discurso “productivista”, estarán orientadas a conservar las reservas que permitirán mantener el modelo de “dólar caro” y pagar las obligaciones del Estado.

Ante la necesidad de financiación del Estado, la primera medida que se toma es la recuperación del sistema previsional de capitalización instaurado en 1994.

Por otro lado, la combinación de la caída del superávit comercial, el déficit público y la persistencia de la fuga de capitales, que afectan al nivel de reservas internacionales, llevarán a que en 2011 se decida intervenir en el acceso al mercado de divisas, con el fin de frenar el drenaje de capitales fuera de la economía argentina.

Finalmente en 2012, se reformará la Carta Orgánica del BCRA, cuyo principal objetivo será facilitar la utilización de reservas para ampliar las posibilidades de financiación al tesoro. En 2012 también se reforma la Ley del mercado de capitales, que busca compensar los efectos del control del acceso al mercado de divisas, dando a los inversores opciones alternativas al dólar.

La situación es diferente a la que se presenta en los primeros años de la salida de la crisis, sin embargo, detrás de las medidas que se toman, sigue esgrimiéndose el discurso de reindustrialización y de proyecto nacional.

### **3.5.1 La nacionalización de las AFJP**

Una de las medidas controvertidas del periodo ha sido la estatización del sistema de jubilaciones y pensiones en octubre de 2008, calificada por el gobierno como una de las medidas anticíclicas para enfrentar los efectos de la crisis mundial (Arceo *et al.*, 2010). Resultó ser una medida muy cuestionada ya que, al coincidir con la aparición de problemas en las cuentas públicas, se ponía en cuestión que la intención de la misma fuera favorecer a la sociedad.

Ante el fracaso de la Resolución 125/08, que incorporaba un esquema de retenciones móviles a las exportaciones de cereales, como primer intento de saciar la necesidad de recursos del Estado, la opción de la nacionalización del sistema de capitalización de jubilaciones y pensiones pareció ser la óptima, teniendo en cuenta el contexto internacional de crisis financiera del momento. El rechazo del esquema de retenciones móviles desencadenó un conflicto con el sector agropecuario, que incluyó paros y cortes de rutas. No sólo no se implementó la resolución, sino que el conflicto se convirtió en un hito de importancia política: implicó una conmoción en la correlación de fuerzas políticas existente (Curia, 2011). El intento de aumentar las retenciones a las exportaciones de productos agropecuarios y el conflicto que impidió que esta medida se llevara adelante, ponía en evidencia que el Estado necesitaba recursos. Por esa razón, es plausible pensar que la medida, aunque progresiva para el conjunto de los trabajadores, escondía otra prioridad. Pese a la discusión sobre su intencionalidad, consideramos a esta medida progresiva puesto que recupera el vínculo entre los in-

gresos de los jubilados y la política redistributiva del Estado, en contraposición con la ligazón al vaivén de los mercados.

Los fondos que administraban las AFJP se traspasaron a la Administración Nacional de la Seguridad Social (ANSES) mediante la creación del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS). Esta medida ha sido interpretada de varias maneras, ninguna de ellas excluyentes entre sí.

Por un lado, estos fondos quedaban a disposición del Estado, además de recuperarse la deuda pública en manos de las AFJP. La deuda del Tesoro en manos de las AFJP ascendía, en febrero de 2008, a 14.756 millones de dólares, mientras que la deuda provincial y municipal era de 163 millones de dólares.

Por otro lado, se evita un colapso del régimen previsional vaciado, que era previsible en ese momento. Dado el deterioro del valor los activos financieros de las AFJP, resultado de la crisis financiera, resultaba plausible que las jubilaciones de aquel momento hubieran tenido que pagarse con el aporte de los trabajadores en actividad, lo que hubiera implicado una reducción de los fondos. Este vaciamiento no se produjo en la crisis del 2001, dado que apenas existían retiros en ese entonces. Los pronósticos sobre la crisis internacional iniciada en 2007 no preveían una recuperación financiera internacional en el futuro inmediato; la bancarrota de las AFJP era plausible.

Así mismo, aunque la estatización implicara la disposición de los fondos para el pago de la deuda y el rescate del capital financiero (representado en las AFJP), la medida resultó ser “contraria a las políticas imperantes en el resto del mundo” (Katz, 2010).

Más de una década después de la reforma de 1994, ninguno de los beneficios que traería el sistema de capitalización se cumplió. El resultado de la misma fue la reducción en el nivel de cobertura, una alta centralización y concentración en el mercado de las AFJP, un incremento en el coste del sistema, dado el peso elevado de las comisiones de las administradoras sobre los aportes de los afiliados, y el aumento del coste de la financiación del Estado, que seguía utilizando al sistema de pensiones para financiarse pero pagando intereses (Arceo *et al.*, 2010).

La reforma de 1994 sólo benefició al capital financiero durante el tiempo que estuvo vigente (Arceo *et al.*, 2010). Por esta razón, la creación del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA) significó un revés para los capitales que se beneficiaban del negocio financiero.

Sin embargo, no ha habido modificaciones significativas en la cartera que mantenían las AFJP ni se han empleado los fondos disponibles en proyectos sustentables en el largo plazo en beneficio del desarrollo económico, sino que se ha mantenido la orientación de los recursos hacia la financiación del Estado.

El traspaso de los activos de las AFJP significó un ingreso para el Estado de 80.000 millones de pesos y un flujo anual de financiamiento entre 12.000 y 14.000 millones de pesos, entre aportes de trabajadores y contribuciones patronales (Arceo *et al.*, 2010).

La cartera de activos no sufrió modificaciones sustanciales, las operaciones de crédito público continuaron teniendo una participación mayoritaria. Sólo hubo dos modificaciones en su composición: en primer lugar, se colocaron depósitos en el Banco Nación, reduciéndose las colocaciones en la banca privada y, en segundo lugar, se

liquidaron posiciones que se mantenían en plazas financieras internacionales. Sin embargo, ante la situación de crisis internacional y la desvalorización que estas colocaciones habrían sufrido por ello, parece que la repatriación de esos depósitos obedeció más a una estrategia de mejorar, aunque sea marginalmente, el saldo de la Balanza de Pagos, que a una maniobra en favor de los fondos del sistema (Arceo *et al.*, 2010).

La nacionalización de las AFJP fue anunciada como medida anticíclica dentro del paquete que buscaba dar respuesta a la crisis internacional, con el objetivo de mantener el financiamiento del sector público, el superávit comercial y preservar los niveles de actividad y de empleo. Se presentó, también, como una solución ante la inexistencia de financiamiento para los sectores productivos (Arceo *et al.*, 2010), pero teniendo en cuenta su evolución, sigue habiendo una preponderancia de la financiación al sector público. El ANSES terminó formando parte del entramado de instituciones públicas que han financiado el “desendeudamiento” externo.

En febrero de 2008, los fondos de las AFJP destinados al crédito público y títulos emitidos por entes estatales representaban el 51,8 %, mientras que, en el cuarto trimestre de 2012, el FSG destinaba a estas colocaciones el 62,2 %<sup>109</sup> de su cartera. La aplicación de fondos a subsidios de consumo y financiación de inversiones productivas como medidas anticíclicas resultaba testimonial en 2009, al representar un 4,3 % de los fondos totales del sistema. En 2012 los proyectos productivos e infraestructura recibieron el 13 % de los fondos, una mejora considerable pero marginal en la prioridad del destino de estos fondos.

Una de las consecuencias de la presencia de títulos públicos en los activos de las AFJP fue la recuperación, por parte del sector público, de gran parte de la deuda ajustable por CER. El cambio de metodología del INDEC, presuntamente motivado por el aumento de la inflación y su impacto en este tipo de bonos, habría dado como resultado que esta deuda se ajustara por un indicador menor del real. La licuación de esta deuda estaría afectando a los fondos de los jubilados y pensionados, puesto que la mayoría de este tipo de deuda está ahora en manos del ANSES (Giuliano, 2013). Según (Capello y Grión, 2010, p.33)

La manipulación del CER ha provocado que la deuda que se ajusta por dicho coeficiente resulte inferior en \$75.330 millones en 2009 a lo que hubiese ocurrido sin manipulación. Si a esto se le suman los servicios ahorrados por \$10.665 millones se tiene que el ahorro total hasta 2009 ha sido de \$85.995, equivalentes a un 8,9 % del PIB.

Ninguna de las justificaciones por las que se tomó la medida parece excluyente, tal como anticipamos. En todo caso, ya sea por el rescate al sector financiero del posible impacto de la crisis internacional, o por la mejora en la financiación de Estado, el capital financiero no parece salir totalmente perjudicado ante esta medida, teniendo en cuenta que sus fondos son utilizados para la financiación del Estado, que a su vez permite la cancelación de obligaciones con los acreedores externos. Esto no quita relevancia al hecho de que la estatización de los fondos de las AFJP resulte una

<sup>109</sup>Según datos del cuarto trimestre del Informe del Fondo de Garantía de Sustentabilidad del Sistema Integrado Previsional Argentino.

medida progresiva que beneficia a la sociedad en su conjunto y acaba con el negocio financiero en el uso de sus recursos.

### **3.5.2 El Control del mercado de divisas y la ley de mercado de capitales**

En el caso de la salida de capitales, en casi todo el periodo, no se tomaron medidas que afectaran a la fuga de capitales, calculada en los datos oficiales como la tenencia de activos en el exterior por parte del sector no financiero, ni tampoco a la repatriación de dividendos y utilidades por parte de las numerosas empresas extranjeras residentes en el país.

Sin embargo, a partir de 2007, la existencia de numerosos episodios de fuga de capitales junto a la caída del superávit de la balanza comercial puso en jaque la tendencia creciente de acumulación de reservas internacionales. Esto llevó al gobierno a implementar una serie de medidas que, si bien no regulan la salida de capitales de forma directa, la controlan a través del acceso al mercado de cambios. Su motivación parece estar más asociada a los efectos en términos de disponibilidad de recursos para la intervención en el mercado de divisas (mercado de cambios), por parte de la autoridad monetaria, que a la idea de desactivar la fuga de capitales por sus consecuencias en la dinámica económica.

Antes de avanzar con las medidas que se han tomado en este sentido, debemos mencionar dos cuestiones. La primera de ellas tiene que ver con la metodología del cálculo oficial de “fuga de capital”, que acota su concepto a la tenencia de activos externos por parte del sector privado no financiero. La segunda, con los antecedentes que llevaron a que se implementara esta medida, que se dio a llamar popularmente “cepo cambiario”.

La metodología adoptada por el BCRA para medir los flujos de capitales fugados es el relevamiento de la formación de activos externos por parte de residentes locales, específicamente del sector privado no financiero, reflejada en las operaciones que se realizan en el Mercado Único y Libre de Cambios (Gaggero *et al.*, 2007, 2010). Es importante tenerlo en cuenta, dado que existen otras metodologías como el cálculo residual a través de Balanza de Pagos<sup>110</sup>, que consiste en sumar la inversión extranjera directa, el endeudamiento externo público y privado, el saldo neto de la cuenta corriente y la variación de reservas internacionales. El resultado de esta suma refleja la salida de capitales locales (cuando es positivo) y la repatriación de capital local (cuando es negativo).

Respecto a los antecedentes, desde 2007 algunos desequilibrios económicos y acontecimientos políticos y sociales comenzaron a generar una fuerte tendencia a la formación de activos externos por parte de residentes. Esto resultó especialmente perjudicial en un contexto en el que el superávit de la balanza comercial comenzaba a reducirse como reflejo de la dependencia a las importaciones, rasgo característico de la estructura productiva argentina.

---

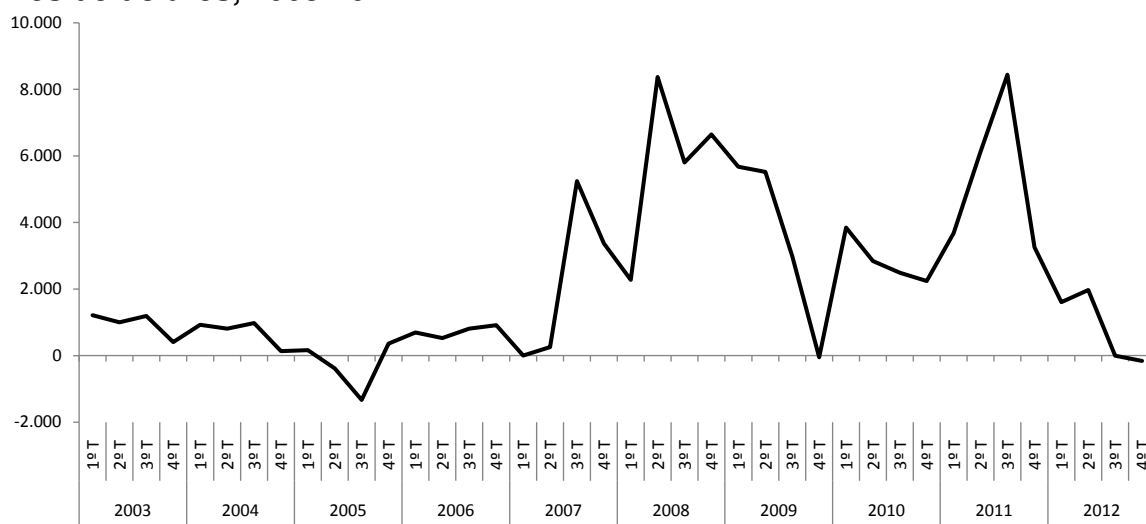
<sup>110</sup>Gaggero *et al.* (2007) realizan una descripción de las ventajas y desventajas de ambas metodologías. Para más información sobre la fuga de capitales en los años noventa calculada con el método de la Balanza de Pagos consultar Basualdo y Kulfas (2000)



En general, se han asociado los “picos” de fuga con distintos acontecimientos que han sucedido en la economía, aunque la explicación última de este fenómeno corresponde a cuestiones estructurales de la economía Argentina<sup>111</sup>.

En el gráfico 3.2 verificamos que los episodios de fuga de capitales coinciden en 2007 con el comienzo de la crisis financiera en Estados Unidos, llegando a un total de 8.872 millones de dólares al final del año<sup>112</sup>. El gran salto a 23.098 millones de dólares se produjo durante 2008, cuando sucedieron varios hechos que propiciaron picos de salidas a lo largo del año: el conflicto con el campo de marzo hasta julio, en septiembre la quiebra de Lehman Brothers y en noviembre la estatización de las AFJP (Gaggero *et al.*, 2007, 2010; Zaiat, 2012). En 2009 la formación de activos externos llegó a un total de 14.123 millones de dólares y en 2010 a 11.410 millones de dólares, influenciada en este año por el cambio de autoridades del BCRA (Zaiat, 2012). Finalmente, en 2011 como resultado de la incertidumbre por las elecciones presidenciales y los rumores de devaluación, la fuga de capitales se disparó a 21.504 millones de dólares (Gaggero *et al.*, 2013).

**Gráfico 3.2: Formación de activos externos (fuga de capital) trimestral en millones de dólares, 2003-2012.**



Fuente: Informe trimestral “Evolución del Mercado Único y Libre de Cambios y Balance Cambiario” del BCRA.

A pesar de la importancia de la salida de capitales por este concepto, que desde 2007 hasta fines de 2011 ha sido de 79.281 millones de dólares, esta no se nutrió con endeudamiento externo, como en el periodo anterior. Las reservas tampoco se vieron afectadas significativamente<sup>113</sup>. Esto fue posible, principalmente, por la situación favorable del comercio internacional.

<sup>111</sup>Para más información sobre las características de la fuga de capitales en Argentina ver Basualdo (2006).

<sup>112</sup>Algunos autores lo asocian también al cambio de metodología del cálculo del IPC y su relación con el pago de la deuda ajustada por el CER (Levy Yeyati y Bragagnolo, 2012)

<sup>113</sup>Aunque Zaiat (2012) calcula a cuanto ascenderían en 2011 las reservas internacionales, si las divisas ingresadas hubieran sido canalizadas por el BCRA, en lugar de salir de la economía: 124.000 millones de dólares.

El buen desempeño del comercio exterior no sólo financió la fuga sino que incluso permitió que las reservas del Banco central continuaran aumentando durante el año 2007 mientras que un año más tarde ya no crecieron aunque se mantuvieron estables. Como se verá, esto cambiará durante el pico al que llega la fuga de capitales en 2011 (Gaggero *et al.*, 2013).

A medida que el superávit de la cuenta corriente comenzó a presentar cierta tendencia decreciente, las reservas comenzaron a verse afectadas por los episodios de fuga de capital (pasando de 52.618 millones de dólares en enero de 2011 a 43.290 millones de dólares en diciembre de 2012). La caída de las reservas internacionales reduce la disponibilidad para la intervención cambiaria y el pago de la deuda pública reestructurada.

Ante esta situación, en octubre de 2011 (en el tercer trimestre la estimación de salida de capitales para la formación de activos externos llegó a 8.443 millones de dólares), el gobierno decidió implementar una serie de modificaciones normativas que afectaron al plazo máximo para el ingreso de divisas proveniente de las exportaciones (aunque posteriormente volvieron a relajarse) e intensificaron los controles de las operaciones en moneda extranjera por parte del BCRA. Las personas o empresas que compraran más de 250.000 dólares al año deberían demostrar que los fondos aplicados a esa transacción estaban justificados fiscal y patrimonialmente.

Los controles se fueron extendiendo hasta que en abril de 2012 se oficializó la suspensión de la posibilidad de comprar moneda extranjera para su “atesoramiento”. Al restringir el acceso a las divisas, la salida de capitales para la adquisición de activos externos, especialmente por parte del sector no financiero, se redujo, siendo en 2012 de 3.404 millones de dólares, según los datos publicados en el Balance Cambiario del Banco Central.

Pero los controles se extendieron más allá del atesoramiento de residentes. Afectaron también a la obtención de divisas por parte de las empresas extranjeras instaladas en el país para el pago de dividendos a las casas matrices. Dada la extranjerización de la economía y la falta de controles al respecto en la ley de inversiones extranjeras<sup>114</sup>, existe un flujo de salida de capitales muy significativo a través del envío de dividendos y utilidades al exterior. En 2011 el giro de divisas por este concepto alcanzó los 4.397 millones de dólares<sup>115</sup>. A partir de finales de este año, se estableció que para cualquier operación en el mercado de cambios que tuviese por objetivo el giro de dividendos al exterior, sería necesaria la autorización previa del BCRA. Anteriormente se había restringido la posibilidad de repartir dividendos a los bancos y, por ende, el giro de divisas al exterior por parte de este sector. Esto se hizo de forma indirecta, a través del aumento de la exigencia de liquidez al 75 % sobre el capital mínimo que debe mantener cada institución<sup>116</sup>. La mayoría de las solicitudes han sido rechazadas desde entonces. En 2012 sólo se autorizaron 225 millones de dólares en concepto de dividendos.

La existencia de estos controles desactiva, en cierta medida, los mecanismos a

<sup>114</sup>Ley 21382 vigente desde 1976, cuyo texto fue ordenado en 1993.

<sup>115</sup>Según los datos presentes en la Estimación del Balance Cambiario del BCRA.

<sup>116</sup>*Ámbito Financiero*, 8 de Febrero de 2012.

través de los cuales se produce la fuga de capitales de la economía argentina, aunque no por completo.

Existen mecanismos a través de los cuales se puede acceder a divisas sin pasar por el mercado de cambios. Una de las operaciones más utilizada es la denominada “contado con liqui”. Ésta consiste en comprar títulos en el mercado local, ya sean bonos o acciones, nominados en pesos, que luego son vendidos en plazas financieras del exterior, donde también cotizan y cuya liquidación es en dólares. El título se transfiere al extranjero donde se vende, depositándose el producto de la venta en una cuenta en dicha plaza. Para poder controlar esta válvula de escape, desde octubre de 2008 la Comisión Nacional de Valores (CNV) obligó a mantener, al menos 72 horas, los bonos y acciones que se compran en el mercado local antes de liquidarlos en el exterior. Aunque a partir de junio de 2012 se prohibió a los bancos realizar estas operaciones, quedando restringida a sociedades de bolsa.

Por otro lado, existen mecanismos de fuga de capital que siguen funcionando, como por ejemplo, la sobrefacturación y la subfacturación de importaciones y exportaciones, así como los mecanismos relacionados con movimientos intrafirma. También se utilizan el pago de *royalties*, licencias y otros servicios, a fin de incrementar el monto de divisas que legalmente se puede adquirir, operatoria utilizada por filiales de empresas extranjeras (Gaggero *et al.*, 2010).

Como veremos en el capítulo siguiente, estas medidas han tenido como consecuencia un mayor dinamismo del circuito ilegal de compra y venta de dólares, así como la subida de su cotización “*blue*”, nombre que se le ha dado a los dólares que circulan en el mercado negro.

La ley 26.831 de Mercado de Capitales fue un intento de compensar a los ahorradores en dólares con instrumentos financieros alternativos, luego de implementadas las medidas de restricción de acceso al mercado de cambios. La medida amplió el acceso a la Bolsa, hasta ese momento bastante exclusivo. El objetivo sería mejorar la financiación de las empresas, teniendo en cuenta las dificultades de financiación a través del sistema bancario, sector altamente concentrado y con una baja orientación de sus actividades al crédito productivo de largo plazo. A su vez esto ampliaría también el propio mercado de capitales, cuyo tamaño es bastante reducido.

La nueva ley eliminó la obligatoriedad de reunir “la calidad de accionista” para poder operar en el mercado. Antes de esta ley, sólo podían operar de forma directa en la Bolsa sus socios, condición a la que se accedía comprando una acción del Mercado de Valores, que equivale a desembolsar alrededor de 5 millones de pesos (aproximadamente 1 millón de dólares en 2012). La nueva ley tenía como objetivo dotar de más agilidad y profundidad al mercado de capitales, sobre todo teniendo en cuenta el poco volumen que se manejaba, donde primaba un pequeño grupo de sociedades de Bolsa. También fortaleció las capacidades de supervisión, fiscalización y sanción de la CNV

117.

Suprimió, además, la obligatoriedad de que las deudas contaran con una calificación de riesgo previa como condición para su cotización en Bolsa, evitando el oligopo-

---

<sup>117</sup> Página 12, 21 noviembre 2012.

lio de las calificadoras de riesgo, como Standard & Poor's, y abriendo la posibilidad de que universidades públicas funcionaran como calificadoras generando informes de riesgo.

La Comisión Nacional de Valores defendió que la nueva ley protege los intereses de los inversores minoritarios, introduciendo mecanismos de transparencia, incluyendo la universalidad del Régimen de Oferta Pública de Adquisición (OPA), otorgándole *status* de ley a las disposiciones sobre transparencia en los mercados que sean oportunamente legisladas mediante el decreto ley por facultades delegadas<sup>118</sup>.

En principio esta reforma busca una ampliación del mercado de valores, pero teniendo en cuenta la potencialidad del capital financiero de fluir hacia la producción o hacia la especulación, que fluya en la primera dirección depende de las expectativas que se generen, en definitiva, en el ámbito productivo (o de otro tipo de medidas). No hay garantías de que un mercado de capitales más amplio promueva una mejor financiación de las empresas y de que esa financiación sea utilizada con fines productivos. Por otro lado, un mercado de capitales más dinámico podría alimentar la actividad especulativa, que en teoría, el modelo intenta desactivar.

Se controló el acceso holgado al mercado de cambios para poder sacar divisas del país, facilidad que representaba uno de los pilares del circuito de valorización de capitales del periodo anterior. No obstante, el momento en que se toma esta medida no es el momento en el que los picos de fuga se reanudan, sino cuando las reservas del Banco Central comienzan a peligrar. Esto parece indicar que, más que una desarticulación de la fuga como problema estructural de la economía, estas medidas están vinculadas a la necesidad de mantener estable la paridad cambiaria y realizar puntualmente los pagos de la deuda pública, dos importantes señales para los mercados financieros internacionales.

No obstante, en los siguientes capítulos analizaremos el alcance de estas medidas sobre la fuga de capitales y la deuda pública. Si bien es cierto que la tenencia de activos externos se redujo, continúan existiendo mecanismos de fuga que no necesitan al mercado de divisas oficial para sacar recursos de la economía.

### **3.5.3 La reforma de la Carta Orgánica del BCRA**

En 2010 el gobierno nacional decidió utilizar 4.382 millones de dólares de reservas internacionales del BCRA para asumir el pago de deuda pública que aquel año debía realizarse. El Banco Central debió liberar reservas al Fondo de Desendeudamiento (creado para ese fin) y, a cambio, el Tesoro Nacional emitió una letra intransferible denominada en dólares. La medida abrió el debate que terminó con el cambio de titular de la entidad, Martín Redrado, por la economista Mercedes Marcó de Pont.

La reforma de la Carta Orgánica, Ley 26.739 aprobada en marzo de 2012, eliminó algunos obstáculos existentes en la legislación para el uso de reservas, que se pusieron de manifiesto en aquella ocasión.

A partir de la reforma se instituyó un triple mandato a la entidad: la estabilidad monetaria, la estabilidad financiera y el desarrollo económico con creación de empleo

---

<sup>118</sup>Decreto N° 677/11

y equidad distributiva. Aunque se mantuvo la autonomía de la entidad respecto del Poder Ejecutivo Nacional, el ejercicio de sus funciones siguió estando en el marco de las políticas que éste estableciera.

La reforma creó nuevos instrumentos de política fiscal y monetaria: se habilitó al BCRA para realizar préstamos al gobierno directamente hasta el 12 % de la base monetaria y adelantar fondos no superiores al 10 % de los ingresos fiscales correspondientes al año anterior. Además habilitó el uso de las reservas internacionales para el pago de las obligaciones de deuda externa del Estado Central.

Uno de los aspectos más destacados en cuanto a sus implicaciones en el ámbito productivo, es que permitió que el Banco Central ofreciera fondos a los bancos locales y otras instituciones financieras para el financiamiento de inversión productiva de largo plazo. A partir de la reforma de su Carta Orgánica, la entidad habría recuperado cierta capacidad de influir en la dirección del crédito, a través de una norma que obliga a los bancos a prestar un mínimo del 5 % de sus depósitos privados a largo plazo con destino a la inversión y a un tipo de interés fijo no superior al 15 % anual. Cabe decir que este tipo de intervención resulta testimonial en comparación con la existente antes de la reforma financiera de 1977.

Por otro lado, de forma indirecta, se incentivó el crédito a largo plazo a través de las exigencias a los bancos de efectivos mínimos en el Banco Central, con mayores requisitos para préstamos al consumo, y menores en el caso de créditos productivos. La aplicación de encajes diferenciados además, permitiría la aplicación de incentivos de acuerdo a la zona de residencia de las entidades bancarias, ampliando el área de cobertura en el interior del país, con el objetivo de combatir la concentración geográfica.

El carácter no selectivo dentro del sector productivo para la concesión de créditos indica que no existe la prioridad de financiar a sectores con capacidades de generación de empleo o el fortalecimiento de un tejido productivo integrado, que ahora mismo resultan poco rentables o cuya producción encuentra mayores obstáculos. Este intento de contribuir a la financiación del sector productivo carece de la fuerza para cambiar, de forma profunda, la matriz productiva del país.

Además, refuerza la financiación que las administraciones públicas han otorgado, desde la reestructuración de la deuda en *default*, al Tesoro Nacional. Esta intención se puso de manifiesto en el mensaje de la presentación del presupuesto nacional de 2012, donde se describía la utilización de reservas como “un mecanismo que garantiza la independencia nacional”<sup>119</sup>.

Desde la puesta en funcionamiento del Fondo de Desendeudamiento y hasta el tercer trimestre de 2012, se destinaron 16.600 millones de dólares en reservas para pagar vencimientos de la deuda con tenedores privados<sup>120</sup>.

\* \* \*

---

<sup>119</sup> *Página 12*, 20 de septiembre de 2011

<sup>120</sup> *Página 12*, 20 de septiembre de 2012.

En este capítulo hemos realizado una síntesis de las medidas de política económica que afectan a las finanzas. Se ha podido ver que la orientación de las mismas difiere de las presentes en el periodo anterior, lo que lleva a sostener que han generado cambios en el comportamiento del capital financiero y en el papel de las finanzas en la dinámica económica. La principal diferencia ha sido la existencia de una mayor intervención estatal, aunque esta intervención no siempre ha estado en contra de los intereses del capital financiero, como en el caso del rescate financiero del 2002.

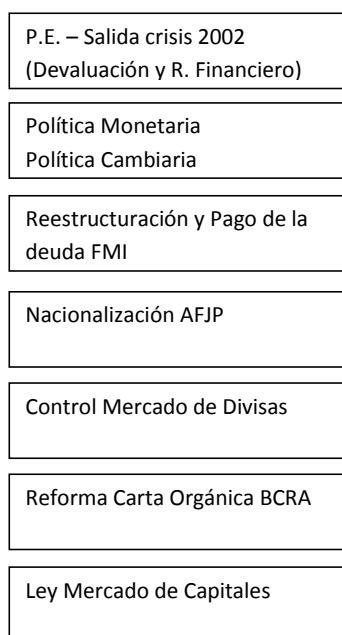
Una de las políticas más importantes del periodo ha sido la nueva gestión de la deuda. Si bien rompe con el mecanismo que sostenía el circuito especulativo de la valorización financiera, hay algunos elementos que, como veremos en el capítulo siguiente, ponen ciertos límites a su alcance.

El resto de las medidas parecen contribuir a un cambio en el comportamiento del capital financiero, aunque no parecen plantear un cambio radical. En el caso de las medidas tomadas desde 2011 (control del mercado de divisas y reforma de la Carta Orgánica del BCRA), están orientadas a mantener el nivel de reservas internacionales como prioridad y a conservar la financiación que estas reservas significan para el Estado.

En el próximo capítulo abordaremos el análisis de la deuda pública con el objetivo de determinar los efectos que han tenido sobre su evolución las medidas que forman parte de su nueva gestión. Ello nos permitirá evaluar si se ha desarticulado como mecanismo que sustenta la centralidad del capital financiero.

A continuación se presenta un esquema con las principales medidas de regulación analizadas en este capítulo.

### Esquema 3.1: Regulación con efectos en las finanzas.



## **Parte II**

### **El comportamiento del capital financiero en el periodo 2002-2012**





## **El alcance de la nueva gestión de la deuda pública. La relación del Estado y el capital financiero.**

---

En el periodo anterior, el Estado cumple un papel fundamental generando las condiciones que permitían que el capital financiero se ubicara en el centro de la escena económica. La paridad 1 a 1 sobrevaloraba la moneda nacional afectando a la cuenta corriente, y contribuía a la dependencia de entrada de capitales al necesitar un respaldo del 100 % de la base monetaria para la emisión. La política monetaria y cambiaria, en este sentido, fueron un canal de influencia directa sobre el rol preponderante de las finanzas en el país durante el periodo de convertibilidad. Estas contribuyeron a acentuar los mecanismos de endeudamiento y elevaron las rentabilidades de la deuda pública. El eventual cambio de política económica hacia una estrategia neodesarrollista, aunque limitado, puede haber dejado inhabilitado este canal de influencia favorable.

Su contribución la encontramos también vía dos elementos que se desprenden de su necesidad de financiación, que son fundamentales para dinamizar el proceso. Esta necesidad de financiación del Estado mantuvo los tipos de interés elevados, impactando en un aumento de las rentabilidades en el ámbito financiero, convirtiendo a los títulos de deuda pública en el instrumento financiero privilegiado del mercado.

La deuda funcionaba como mecanismo principal de atracción de capitales, mecanismo que permitía el funcionamiento del modelo macroeconómico. A su vez, constituía la fuente de ganancias para el capital financiero nacional e internacional a causa justamente de esta elevada necesidad de financiación que la política económica y la misma deuda suponían.

Su función protagonista en la década anterior nos lleva a abordar el análisis de los efectos de la nueva gestión en la deuda pública. Esto nos permitirá desvelar el verdadero alcance del “desendeudamiento” y sus implicaciones en la entidad que la deuda pública ha tenido en la economía argentina en este periodo.

La segunda parte de este capítulo abordará la relación del Estado con el capital financiero a través de la regulación y de las necesidades de financiación, con el fin de encontrar indicios de un cambio o una continuidad. Es decir, a través del efecto de la política monetaria y cambiaria (que reemplaza a la convertibilidad y a las políticas de restricción de oferta monetaria) y de la nueva gestión de la deuda, intentaremos clarificar la posición que el Estado adopta frente al comportamiento del capital financiero. Veremos si el Estado mantuvo las condiciones para que el capital financiero conservara su posición central en la dinámica económica; y, a su vez, si el capital financiero influyó para que así sea, evitando perder su posición de privilegiada.

#### **4.1 El papel de la deuda pública como resultado de la nueva gestión de las finanzas del Estado. El alcance de la política de “desendeudamiento”**

La nueva gestión de la deuda fue el argumento que permitió hablar al oficialismo de la existencia de un proceso de “desendeudamiento” en Argentina.

Esta afirmación se justificó, en el caso de la reestructuración, por la existencia de la quita que reducía el stock de deuda, nuevos tipos negociados y el impacto que ambas tenían en términos de sostenibilidad en los pagos. Esta mayor sostenibilidad tuvo como principal indicador el porcentaje del stock de deuda en el PIB, que se habría reducido significativamente desde el primer canje en 2005.

Por otro lado, la ausencia de la intervención del FMI en este proceso y el pago de la deuda con este organismo internacional también formaron parte de este argumento, puesto que con ello se reducía la deuda con el exterior y se ganaba soberanía sobre la política económica. Ambas cuestiones llevarían al fin de la dependencia financiera internacional.

A lo largo de este epígrafe veremos el verdadero alcance en cada uno de esos ámbitos. ¿Cuál fue el verdadero impacto de la reducción del valor nominal de los nuevos bonos? ¿Hubo una verdadera reducción de lo que pagaba Argentina por su deuda? ¿Es correcto afirmar que la deuda pública ya no es un problema en base a los indicadores oficiales? ¿Ha desactivado esta nueva gestión el mecanismo sobre el que funcionaba “la valorización financiera”?

Antes de comenzar con el análisis del alcance de la nueva gestión de la deuda, es preciso aclarar que nuestro objetivo en este epígrafe no es poner en cuestión la tesis del desendeudamiento como tema central, sino sólo como un elemento que nos permitirá determinar las características de la deuda pública en este periodo y el papel que juega en relación al capital financiero nacional e internacional. Esto resulta relevante dada la importancia que tuvo como mecanismo principal de proceso especulativo en la década anterior. El cuestionamiento de la política de desendeudamiento no es el tema central, pero es necesario en la medida en que podría haber desactivado el mecanismo en torno a la deuda pública que funcionaba en el periodo anterior lo que podría significar un desplazamiento de la posición del capital financiero. Pero una cosa es que el mecanismo haya dejado de existir, y otra, es que no cumpla la misma función que en el periodo anterior. Es decir, el mecanismo de la deuda pública como factor explicativo de la posición del capital financiero, no existiría, si, efectivamente, su papel como captador de los recursos necesarios en la economía hubiera dejado de funcionar, pero también, si ya no fuera una de las principales fuentes de rentas financieras, si su carga para el Estado se redujera dejando de formar parte de las necesidades de financiación de la economía y si ya no ocupara un lugar prioritario en las decisiones de política económica desplazando el pago de sus acreedores a un lugar secundario.

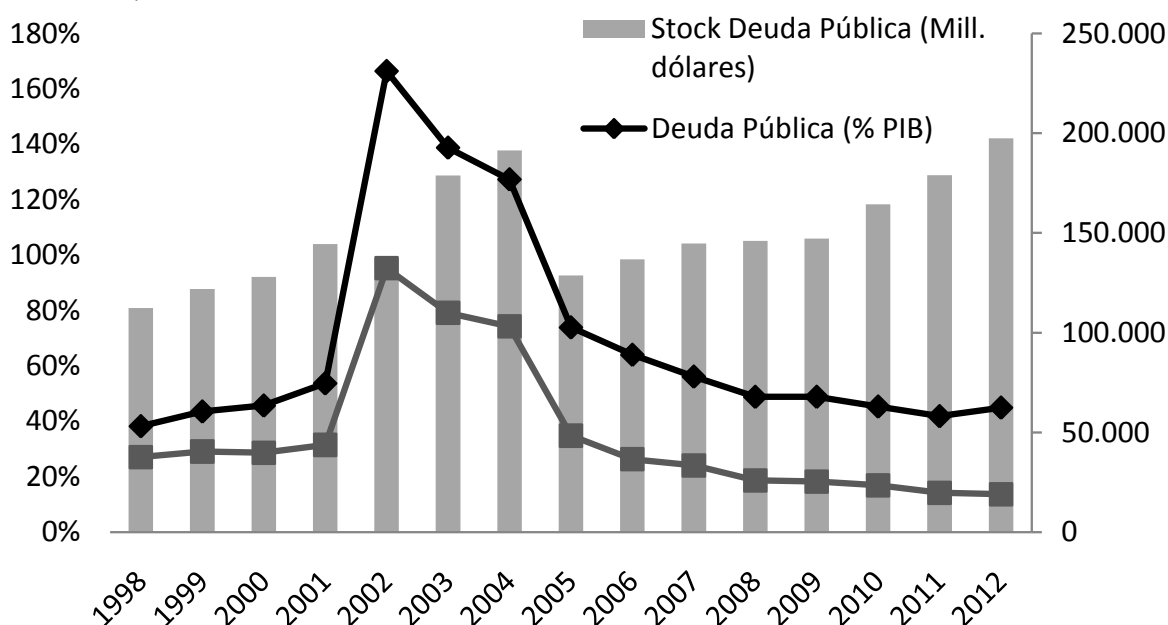
Para ver si la nueva gestión ha cambiado las tornas, analizaremos en primer lugar, la evolución de los indicadores principales sobre los que se sostiene la tesis del desendeudamiento. En segundo lugar, veremos los argumentos sobre los que se asienta la crítica de dicha tesis, a través de la falta de precisión del stock de deuda, los mecanismos de la reestructuración que conservan su rentabilidad y el reemplazo de deuda

externa por interna.

#### 4.1.1 Los indicadores del “desendeudamiento”

Vemos en el gráfico 4.1 que el stock de deuda pública creció significativamente durante el periodo en el que se mantuvo la suspensión de pagos (2002-2004). En 2002 creció, no sólo por los efectos de la crisis y la devaluación, sino también por la intervención del Estado, especialmente en el sector financiero, detallado en el capítulo 3. La deuda alcanzaba los 191.296 millones de dólares en 2004, como puede comprobarse en los datos del gráfico 4.1. La reducción que supuso el canje de 2005 resultó relevante en tanto que redujo ese stock a 128.630 millones de dólares.

**Gráfico 4.1: Deuda pública (en millones de dólares) y sus indicadores de sostenibilidad, 2002-2012.**



\* Para más información acerca de los indicadores de sostenibilidad consultar el cuadro 3 del anexo estadístico.

Fuente: Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía, Indicadores de sostenibilidad de la deuda pública.

A partir de entonces seguirá una tendencia creciente, hasta llegar a los 197.464 millones de dólares en 2012. Sin embargo, la tesis de desendeudamiento no tiene en cuenta este crecimiento, sino que sienta sus bases en la sostenibilidad de la deuda, es decir, en lo gestionable que resulta el pago de sus servicios con recursos propios.

Los principales indicadores de sostenibilidad son el stock de deuda sobre el PIB y el stock de deuda externa sobre el PIB<sup>121</sup>, como así también el porcentaje sobre el PIB de los intereses y del servicio de la deuda, de los que se hablará más adelante.

<sup>121</sup> También se utilizan el stock de deuda sobre las reservas internacionales y sobre el nivel de exportaciones.

El stock de deuda como porcentaje del PIB alcanzó su máximo nivel en 2002, 166,4 %, por el efecto que la devaluación tuvo sobre el stock de deuda, ya que casi el 80 % se hallaba denominado en dólares. También incrementaron la deuda pública el rescate a la banca y demás medidas que se implementaron para enfrentar la crisis. Aunque para también debe tenerse en cuenta en el indicador la influencia de la fuerte caída del PIB en el denominador, como consecuencia de la recesión económica de aquel año.

En el gráfico 4.1 vemos que este indicador comienza a descender a partir de ese año, caída que resulta más significativa luego de la reestructuración, llegando a representar el 73,9 % en 2005 y el 44,9 % del PIB en 2012. Pero esta reducción resulta más significativa si se la compara con los niveles que mantuvo entre el *default* (2001) y la reestructuración (2005). No obstante, si tenemos en cuenta los datos de este indicador en la década precedente, vemos que sus valores ni siquiera logran ser menores que los presentes en 1998 (38,2 %), momento en el que la deuda se hallaba en el centro de la economía como eje dinamizador de la actividad especulativa y como sostén del modelo macroeconómico.

La reducción resulta más significativa en el caso del segundo indicador, el stock de deuda externa sobre el PIB. La deuda externa pasa del 31,5 % del PIB en 2001 al 24,1 % del PIB en 2007, con una reducción significativa en 2012 cuando su porcentaje llega al 13,7 % del PIB. Como porcentaje de la deuda bruta total, la deuda en moneda extranjera pasa del 96,9 % en 2001 al 52,8 % en 2007. En 2012 este porcentaje aumenta ligeramente al 59 %. Este indicador parece mostrar que efectivamente existe una menor exposición al endeudamiento externo en este periodo.

Ambos indicadores muestran un mejor desempeño en términos de gestión, en el caso del endeudamiento externo mucho más claro. Sin embargo, el stock de deuda pública nacional siguió creciendo, incluso en el periodo de superávit fiscal financiero, entre 2005 y 2008, hecho que debería haber verificado una reducción del endeudamiento neto en este periodo<sup>122</sup>.

Se abre entonces el debate sobre el éxito de la reestructuración y el fin del problema de la deuda externa. Sus detractores traducen el concepto de desendeudamiento en un reemplazo de deuda externa por interna, catalogando la política del gobierno al respecto como una excusa para seguir pagando rigurosa y puntualmente una deuda de cuestionable legitimidad<sup>123</sup> (Damill *et al.*, 2005; Giuliano, 2006; Lo Vuolo y Seppi, 2008).

#### **4.1.2 Las críticas a la tesis del desendeudamiento**

Los argumentos que utilizan los autores que denuncian “la falacia del desendeudamiento” podrían agruparse en tres: el impacto de los nuevos mecanismos impuestos

<sup>122</sup>Si existen recursos que exceden las aplicaciones, no debería verificarse un aumento del endeudamiento público, sino un aumento del ahorro.

<sup>123</sup>La deuda externa tuvo una gran expansión a partir del último gobierno militar en 1976. Las causas de su crecimiento, desde entonces y hasta la crisis de 2001, entre las que se encuentran los gastos militares del gobierno de facto, y la estatización de deuda privada, llevan a cuestionar la legitimidad de la deuda existente hoy en día en la Argentina. Para más información sobre esta cuestión véase Basualdo (2006)

por la reestructuración en el stock de deuda, el impacto de estos mecanismos en la carga que supone el pago de sus intereses y el reemplazo de deuda externa por interna.

Tal como mencionamos en el capítulo 3, los nuevos mecanismos sobre los que se ha realizado la reestructuración de la deuda en suspensión de pago han sido: el ajuste por CER de los bonos Cuasi Par, los intereses capitalizables y los cupones vinculados al PIB.

Tanto el ajuste por CER como los intereses capitalizados irán incrementando el stock de deuda con el paso del tiempo. En el primer caso, el impacto ocasionado por la inflación no se computa hasta que se realice efectivamente el incremento de la deuda, es decir, el aumento de stock de deuda existe pero se computa a posteriori. Entre 2006 y 2008 se verificó que el ajuste por CER incrementó el stock de deuda en 12.731 millones de dólares<sup>124</sup>.

Desde los enfoques críticos se ha denunciado que la importancia que la indexación de la deuda representaba en el coste de la misma, tema que abordaremos a continuación, ha sido la razón del cambio de metodología utilizada por el INDEC en el cálculo del IPC a partir de 2007. La nueva metodología habría subestimado la subida generalizada de los precios, llevando a la pérdida de credibilidad en la fiabilidad de los datos aportados por este organismo (Lo Vuolo y Seppi, 2008).

#### **Cuadro 4.1: Intereses capitalizados\* y cupones ligados al PIB\*\*, millones de dólares.**

	<b>Cupones ligados al PIB</b>	<b>Intereses capitalizados</b>
2006	389	969
2007	821	990
2008	1.302	1.034
2009	1.417	1.033
2010		1.761
2011	2.487	1.273
2012	3.520	1.030
Total	9.936	8.090

\* Los datos referentes a intereses capitalizados incluyen además de los generados por los bonos del canje, los bonos consolidación (BOCON).

\*\* Los datos que figuran en la columna de cupones ligados al PIB corresponden a los pagos realizados en cada año, pero generados por el crecimiento de la economía el año anterior. El pago de 2006 corresponde a la ganancia generada en 2005, y así sucesivamente cada año.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Boletín Fiscal (Secretaría de Hacienda), *Página 12*, 26 de Marzo de 2011, IAMC y *La Nación*, 15 de Diciembre de 2012.

Resulta significativo que luego de la estatización de las AFJP en 2008, la mayor parte de esta deuda quedara en manos del ANSES. La rentabilidad de esta deuda favorecería al fondo aportado para el sistema previsional. No obstante, el ajuste por un IPC menor al realmente existente, licuó parte de esta rentabilidad. Todo lo contrario

<sup>124</sup>Datos del Boletín Fiscal (trimestral) del Ministerio de Economía y Producción. Secretaría de Hacienda.

ocurre durante los años 2005, 2006 y 2007, cuando el ajuste por CER se convirtió en uno de los mecanismos que impulsó la rentabilidad de su principal tenedor: el sistema financiero local. Este punto será tratado en el siguiente capítulo.

Según los datos del cuadro 4.1, los intereses capitalizados contribuyeron al aumento de la deuda de 8.090 millones de dólares entre los años 2006 y 2012. Su impacto es relevante, puesto que los intereses a pagar se irán calculando sobre una base cada vez más grande, lo que implicará un pago mayor.

Además, en valores constantes, los intereses capitalizados en el período 2002-2006 representaron casi el 40 % del total de intereses; el promedio anual de la suma entre intereses pagados y capitalizados se aproxima al valor de intereses pagados en 1999 y supera al resto de los años de la década del noventa (Lo Vuolo y Seppi, 2008, p.15).

Otro de los elementos que se pone en cuestión a la hora de analizar el stock de deuda, es el hecho de que no se incluya en su cálculo la deuda *holdout*, aquella parte de la deuda que no fue canjeada en 2005 (ni en 2010). El porcentaje de aceptación del primer canje fue del 76 % y el segundo canje llevó ese porcentaje al 92,5 %. Pero justamente por la existencia de este segundo canje, la deuda en *holdout* debería computarse como stock de deuda cierta. Al eliminarse la “cláusula cerrojo” y abrirse el canje en 2010, la deuda *holdout* se convierte en deuda potencial en lugar de deuda no reconocida.

Esta deuda representaba en 2012 un importe de 11.482 millones de dólares (capital e intereses, pero sin incluir los intereses moratorios ni punitivos). No obstante, su reconocimiento legal tendría implicaciones muy importantes. Más allá de significar un potencial aumento de la deuda, la existencia de juicios relacionados con ella tiene un potencial efecto desestabilizador, dada la situación en que se encontrarían los bonistas que sí entraron al canje, en caso de un resultado favorable a los demandantes (Giuliano, 2013).

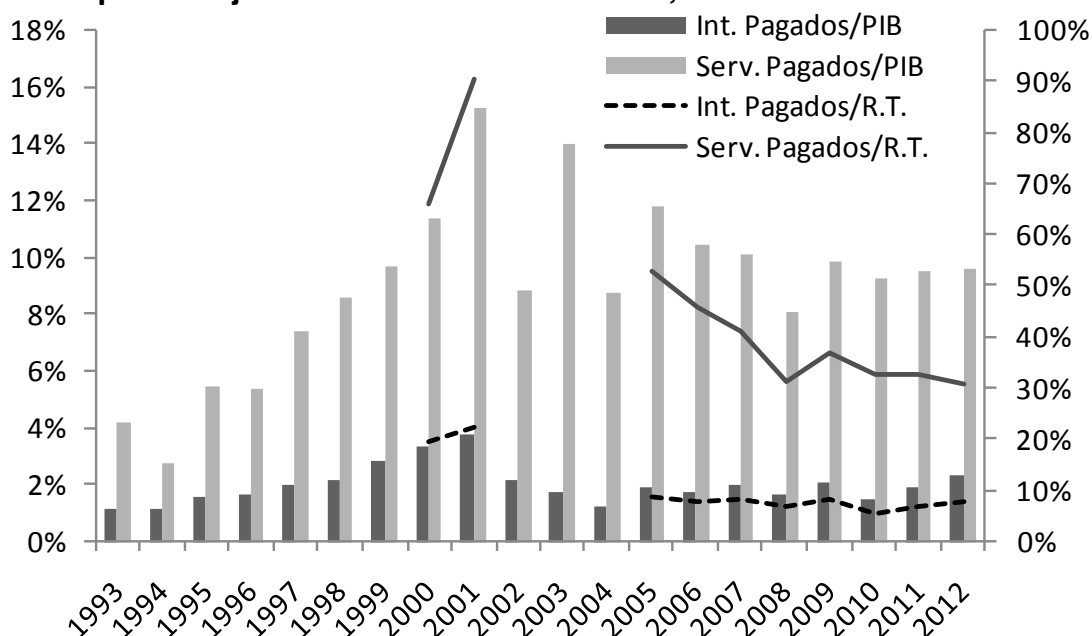
El segundo argumento en contra de la tesis del desendeudamiento está relacionado con el peso del pago de intereses y servicios. En el pasado, el enorme peso de los servicios de la deuda habría llevado al déficit público y, con ello, al aumento del endeudamiento para su pago. Este mayor endeudamiento llevaría, a su vez, a que las nuevas emisiones de deuda resultaran más atractivas, es decir, que devengarán un mayor interés y por lo tanto resultaran más rentables, pero más costosas, para la economía argentina.

El canje habría significado una reducción en el peso de los intereses, convirtiendo el problema de la deuda en un problema gestionable. Sin embargo, quienes cuestionan esta afirmación, sostienen que tanto la quita como la reducción de intereses fueron compensadas con los mecanismos de la reestructuración, que conservaron su rentabilidad y, por lo tanto, mantuvieron su elevado coste (Damill *et al.*, 2005; Giuliano, 2006; Lo Vuolo y Seppi, 2008; Capello y Grión, 2010).

A simple vista, los intereses a pagar se reducen como resultado de la reestructuración. Mientras que en diciembre de 2001 equivalían a 10.175 millones de dólares anuales, en 2005 presentaban un valor cercano a los 3.205 millones de dólares (Lo Vuolo y Seppi, 2008).

Sin embargo, en la negociación de la deuda se cedieron ciertos privilegios a los proveedores que ingresaron al canje. Entre ellos, la fecha de emisión de los bonos fue el 31 de diciembre de 2003, por lo que a pesar de haberse realizado el canje en 2005, los intereses comenzaron a devengarse un año antes.

**Gráfico 4.2: Intereses y servicios de la deuda pública como porcentaje del PIB y como porcentaje de los recursos tributarios, 2000-2012.**



\* Para más información acerca de los indicadores de sostenibilidad consultar el cuadro 3 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos de indicadores de sostenibilidad publicados por la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía. Los datos de intereses y servicios sobre el PIB entre 1993-1999 y 2002-2004 han sido extraídos de “Los resultados de la política de desendeudamiento” de Marcelo Capello y Néstor Grión.

En los datos que nos muestra el gráfico 4.2 (eje principal) vemos cómo el porcentaje de los servicios de la deuda en el PIB cae del 15,3% en 2001 al 10,2% en 2007. Pese a ello, si tenemos en cuenta los datos de la década anterior, continuaron representando un porcentaje elevado, ya que en 1994 representaban sólo el 2,8% del PIB.

Algo similar ocurrió con los intereses. En 2001 representaban el 3,8% del PIB y se redujeron al 1,9% en 2005. Y, aunque desde entonces se mantuvieron en torno a ese porcentaje, en 1994 se ubicaron en el 1,2% del PIB. Es decir, que la carga en términos de coste de la deuda parecería reducirse significativamente, si se tienen en cuenta los niveles correspondientes al periodo de crisis únicamente.

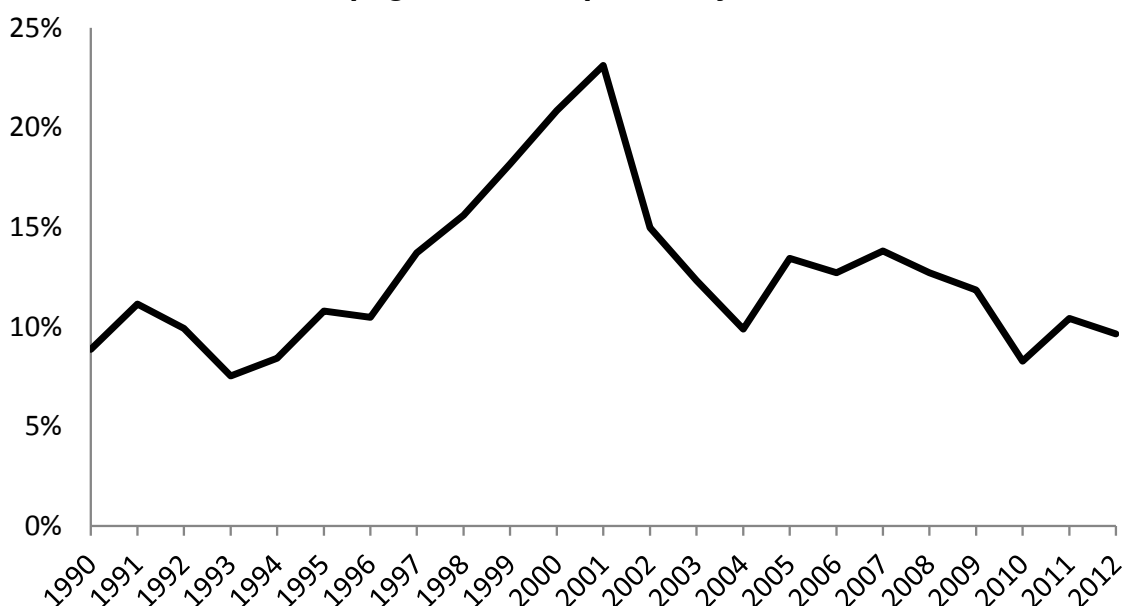
Con el fin de poder matizar los datos que se ofrecen sobre la reducción del peso de la deuda como resultado de su nueva gestión, hemos incluido en el gráfico los datos de los intereses y servicios en su relación con el PIB desde 1993. De esta forma, puede apreciarse que existe una reducción, pero ésta apenas se acerca a los niveles de principios de la década de 1990.



El gráfico 4.2 (eje secundario) también recoge el porcentaje de los intereses y el servicio de la deuda en los recursos tributarios. En ambos casos se redujo en más del 50 %, teniendo en cuenta el peso que representaban en el 2000. Esta reducción muestra una significativa mejora en la sostenibilidad del endeudamiento, dado el incremento de los ingresos fiscales durante todo este periodo, no sólo por retenciones a la exportación sino también como resultado del aumento de la recaudación dadas las elevadas tasas de crecimiento de la economía.

Sin embargo, si tomamos como indicador el peso de los intereses en el gasto corriente, recogido en el gráfico 4.3, observamos que entre 1996 y 1998 presentaba un nivel similar al del periodo 2005-2007, siendo en promedio el 13 % de estos gastos. Este promedio se mantuvo también entre 2008 y 2012; la reestructuración no parece haber aliviado el peso de la deuda pública en términos de gasto estatal.

**Gráfico 4.3: Intereses pagados como porcentaje del Gasto Público, 1990-2012.**



\* Para más detalle véase cuadro 4 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos de las Operaciones del Gobierno de la CEPAL (CEPALSTAT).

El peso en los ingresos corrientes de las obligaciones que representa el servicio de la deuda se mantuvo en niveles similares a los de los primeros años de la década de 1990 a partir de 2006, según los datos del gráfico 4.4. Si bien es cierto que fue bastante menor que entre 1996 y 2005 (crisis, *default* y reestructuración), su reducción no pasó los límites de los primeros años noventa, en donde la deuda, aunque gestionable, representaba un condicionante para la economía argentina y ya se había convertido en el eje de la actividad especulativa.

Además de poner énfasis en la reducción relativa de intereses y servicios, quienes cuestionan la nueva gestión de la deuda, sostienen que dentro del cálculo del peso de la deuda no se tiene en cuenta un elemento que, sin duda, ha elevado su coste: los cupones vinculados al PIB.

Estos cupones han supuesto pagos ciertos durante casi todos los años desde la realización del primer canje, siendo el total pagado hasta 2012 de 9.926 millones de dólares, tal como puede observarse en el cuadro 4.1. El cupón vinculado al PIB no computa como deuda cierta sino que es considerada deuda contingente, aunque hasta el momento haya representado pagos ciertos. Y dado que su pago se realiza en función de la tasa de crecimiento acumulado, y no sólo de la correspondiente al período en cuestión; es válido incluso si la economía crece un poco por debajo de la proyección inicial del gobierno.

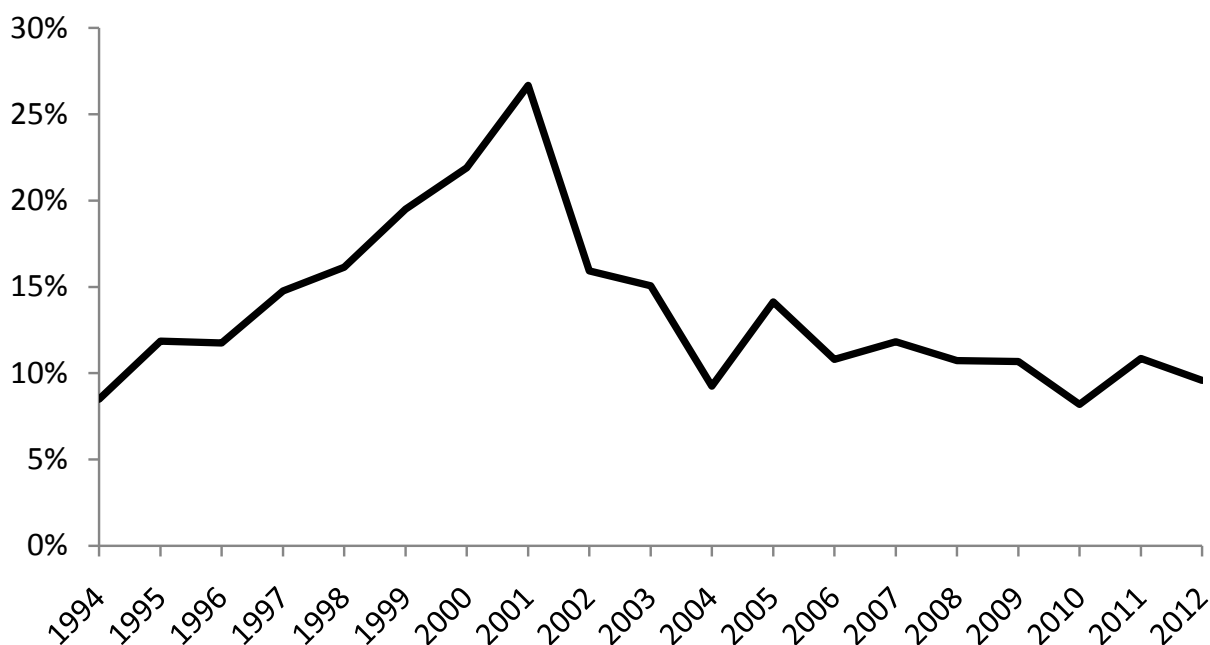
**Cuadro 4.2: Coste implícito de la Deuda del Sector Público Nacional.**

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Intereses	6,00 %	6,60 %	7,60 %	8,30 %	1,40 %	1,60 %	1,10 %	2,80 %	2,90 %	3,10 %
Comisiones	0,02 %	0,08 %	0,41 %	0,83 %	0,01 %	0,03 %	0,01 %	0,02 %	0,01 %	0,01 %
<b>Coste Implícito antes del CER y CPIB</b>	<b>6,02 %</b>	<b>6,68 %</b>	<b>8,01 %</b>	<b>9,13 %</b>	<b>1,41 %</b>	<b>1,63 %</b>	<b>1,11 %</b>	<b>2,82 %</b>	<b>2,91 %</b>	<b>3,11 %</b>
CER Neto	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	6,70 %	0,00 %	1,10 %	4,60 %	3,20 %	2,70 %
Cupón PIB	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,00 %	0,30 %	0,60 %	0,90 %
<b>Coste implícito</b>	<b>6,02 %</b>	<b>6,68 %</b>	<b>8,01 %</b>	<b>9,13 %</b>	<b>8,11 %</b>	<b>1,63 %</b>	<b>2,21 %</b>	<b>7,72 %</b>	<b>6,71 %</b>	<b>6,71 %</b>

\* El coste implícito antes del CER y CPIB en este informe resulta del ratio gastos presupuestarios en servicios de la deuda sobre el total de deuda. Para el cálculo del coste implícito total se suma a los servicios el ajuste de la deuda por CER y el pago de los cupones del PIB.

Fuente: Informe Especial de Estudio de la Deuda Pública de la Auditoría General de la Nación.

**Gráfico 4.4: Servicios de deuda como porcentaje de los ingresos corrientes del Estado, 1994-2012.**



Fuente: elaboración en base a datos del Boletín Fiscal del Ministerio de Economía y Finanzas Públicas - Secretaría de Hacienda- de los años 2002 a 2012.

La Auditoría General de la Nación, en su “Informe Especial de Estudio de la Deuda Pública”, ha calculado el coste implícito de la deuda, teniendo en cuenta los incre-

mentos del ajuste por CER y los pagos de los cupones del PIB hasta 2007. Ambos instrumentos contribuyeron a conservar la rentabilidad de la deuda reestructurada, preservando así los intereses de los acreedores del *default*, pese a la quita y la reducción de los intereses que pagan los nuevos bonos. Observamos estos datos en el cuadro 4.2, donde puede apreciarse que el coste implícito en los años 1998 y 1999 (6,02 % y 6,68 %) no difiere en gran medida del presente en los años 2006 y 2007 (6,71 % ambos años).

Del cuadro [4.2] se puede apreciar que aún cuando se observa una mejora (disminución) en los gastos por interés y comisión en la colocación de deuda, la consideración del CER y del Cupón PBI eleva el costo financiero total hasta ubicar el costo implícito post-reestructuración en similar valor a los niveles históricos o en, algunos años, en valores mayores a los observados al inicio de la serie analizada (1998) (Auditoría General de la Nación, 2009, p.22).

En este informe se llega a la conclusión de que, a pesar de tratarse de periodos distintos en términos de política económica, el coste de la deuda no se ha modificado.

En relación a los mecanismos implementados en la reestructuración y su significado en términos de rentabilidad (Lo Vuolo y Seppi, 2008, p.25) dicen:

(...) en síntesis, estas conclusiones cuestionan la idea de que en la Argentina se está viviendo un proceso de des-endeudamiento, que el costo de la deuda es bajo y que al país le va a resultar sencillo atenderlo (...) los papeles de la deuda siguen dando un rendimiento muy elevado financieramente, por lo que la deuda pública argentina sigue siendo un elemento importante de canalización de los ahorros líquidos y de valorización del capital financiero. La diferencia es que, en contraste con lo que sucedía en el pasado, la rentabilidad actual de la deuda no se vincula principalmente con los intereses pagados, sino con diversos mecanismos de capitalización de intereses y de ajuste del capital principal.

Estos instrumentos impactan en el coste pero también en la rentabilidad que reciben los acreedores que entraron al canje. Se negociaron menores intereses a pagar y alargamiento de plazos de pago, a cambio de incluir elementos supuestamente aleatorios. (Lo Vuolo y Seppi, 2008, p.25) sostienen que:

Si se tuvieran en cuenta el conjunto de los componentes, el costo de la deuda *post-default* es más elevado que durante muchos de los años de la década del noventa.

La reestructuración ha implicado un proceso de transferencia de riqueza entre los agentes económicos dentro y fuera del país, a través de los mecanismos de la pesificación asimétrica, la deuda ajustada por el CER, los cupones ligados al PIB, etc.

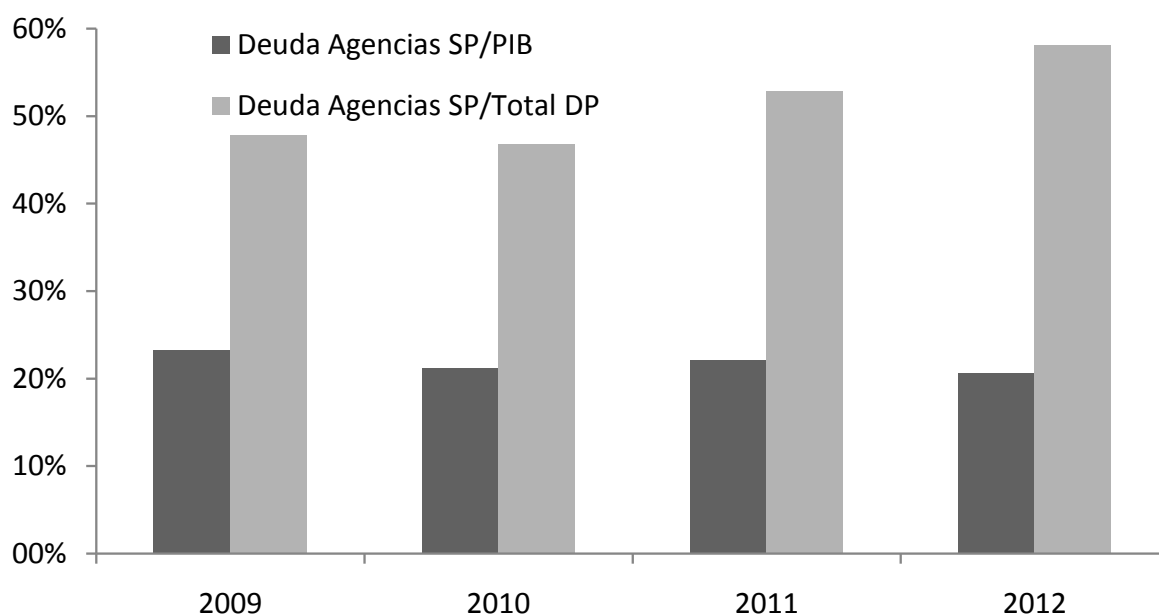
Sin embargo, a pesar de conservar su rentabilidad y de los límites que puedan encontrarse al “desendeudamiento”, hay un elemento indiscutible que supone una diferencia en la gestión del endeudamiento: la reducción del porcentaje de deuda extranjera. Esto ha sido, sin duda, una consecuencia de la reestructuración. Así mismo, ha

supuesto el aumento de las obligaciones del Estado con el entramado de administraciones públicas (especialmente el Banco Central y ANSES), cuyos inicios se remontan al pago de las obligaciones con el FMI utilizando las reservas del Banco Central en 2006. Llegamos así al tercer argumento planteado por la corriente crítica de la gestión de la deuda pública en este periodo.

Las críticas al reemplazo de deuda interna por externa se dividen en dos. Por un lado, los cuestionamientos sobre el verdadero alcance de la “independencia” lograda, respecto a la entrada de capitales extranjeros; por el otro, las consecuencias que puede tener en el entramado de instituciones públicas financiar de forma creciente al Estado Nacional.

En 2005 se anunciaba la cancelación de la deuda con el FMI, cuya principal consecuencia sería, según quienes llevaban adelante la negociación, el fin de los condicionamientos externos a la política económica del país (Peralta Ramos, 2007). Si bien se evitaron los condicionamientos del FMI y se ganaron márgenes de libertad muy significativos, se mantuvieron ciertos condicionamientos por las cláusulas de la reestructuración<sup>125</sup> y por la deuda que aún se mantenía con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, cuyos requisitos eran análogos a los del Fondo Monetario Internacional (Giuliano, 2006). Dicho esto, también debemos considerar que la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario no implicó desendeudamiento puesto que, en contrapartida, se asumió una deuda con el Banco Central<sup>126</sup>.

**Gráfico 4.5: Deuda pública con Agencias del Sector Público, 2002-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Informe de Deuda del Banco Central (BCRA).

La reducción del endeudamiento en el total del stock de deuda pública puede interpretarse como una mayor independencia financiera del Estado en cuanto a los capitales internacionales. Sin embargo, la solvencia futura de las instituciones públicas, que han reemplazado la financiación externa, se encuentra comprometida por el propio

<sup>125</sup>Para el detalle de estas cláusulas véase Giuliano (2006).

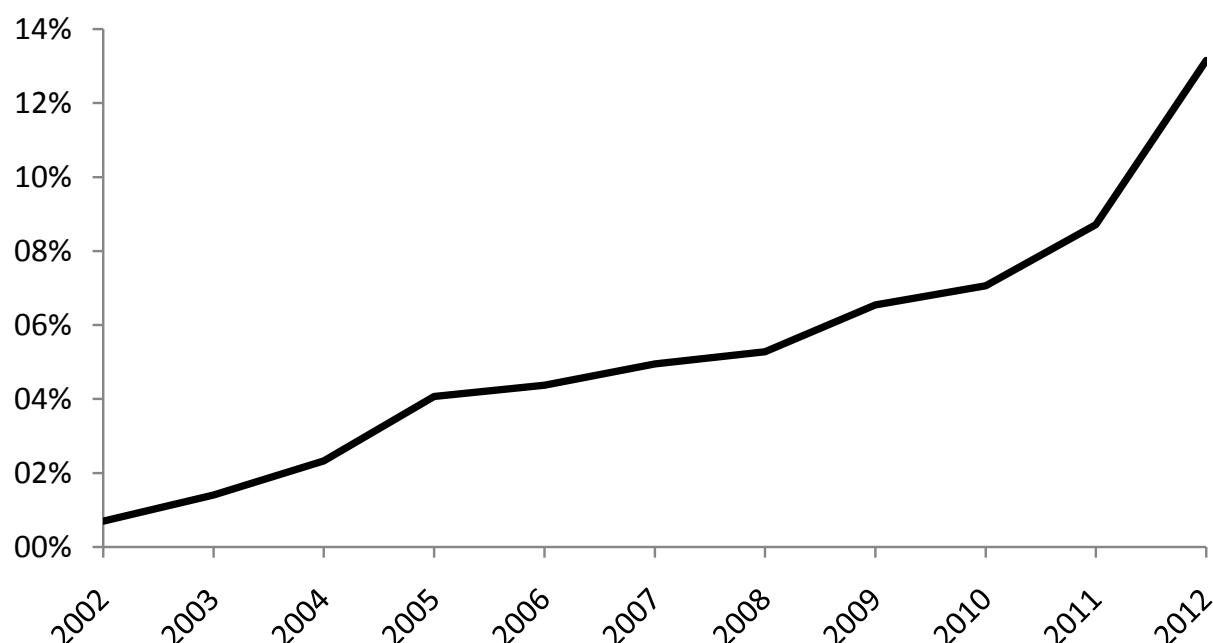
<sup>126</sup>Para más información consultar Capello y Grión (2010).

modelo al no tener el Estado capacidad de pago demostrada. Las cuentas públicas comienzan a presentar déficit desde 2009, aunque el resultado primario será negativo recién a partir de 2011. No han habido pagos netos de capital; la totalidad de vencimientos por este concepto se habrían cubierto con emisión de nueva deuda, en su mayoría, con organismos públicos, mientras que los intereses se pagarían como parte del gasto público corriente, excluyendo los cupones vinculados al PIB, que se consideran “deuda contingente” aunque hasta el momento se han traducido en pagos ciertos (Giuliano, 2013).

El gráfico 4.5 nos muestra que, a partir de 2011, el endeudamiento intra-sector público representa más de la mitad de la deuda pública oficial del Estado Central. Esto tiene consecuencias ciertas sobre la solvencia de dichas instituciones y, en última instancia, sobre la sociedad.

El endeudamiento con organismos públicos está compuesto, en primer lugar, por obligaciones con el BCRA, que en 2012 alcanzaba los 62.365 millones de dólares<sup>127</sup>. Estas obligaciones corresponden a préstamos de reservas para el pago de deuda externa, contra la entrega de letras intransferibles, y adelantos transitorios. En un segundo lugar encontramos que la financiación pública proviene del ANSES, la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP), el Programa de Atención Médica Integral (PAMI) y empresas del Estado. El Banco Nación, por otra parte, tiene un 40 % de su cartera de crédito destinada a la financiación del Estado (Giuliano, 2013).

**Gráfico 4.6: Porcentaje de adelantos transitorios del Banco Central en el total de la deuda pública del Estado, 2002-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Informe de Deuda Pública de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía.

En el gráfico 4.6 puede verificarse que los adelantos transitorios del Banco Central

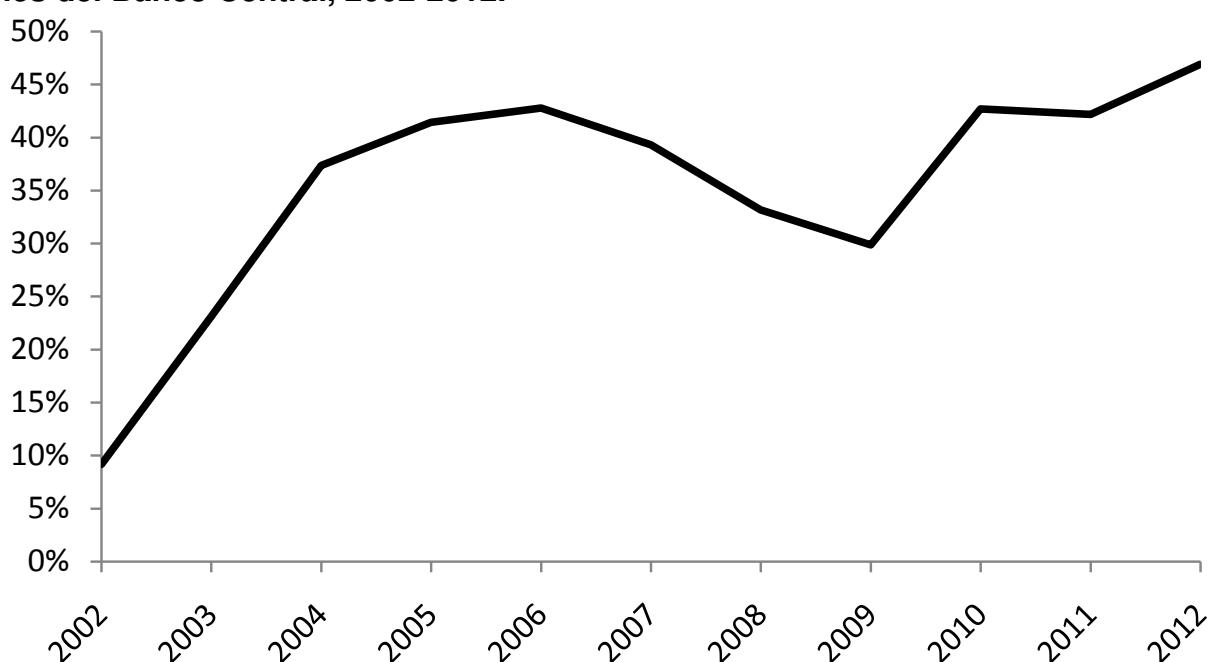
<sup>127</sup>Según datos de los Estados Contables del Banco Central (informe anual de 2013), calculado al tipo de cambio del 31 de diciembre de 2012.

aumentaron su importancia en el endeudamiento público, pasando del 0,7 % del total en 2002 al 13,2 % en 2012. Durante todo el periodo las serie mantuvo una tendencia creciente, aunque puede apreciarse un salto en 2011, pasando del 8,7 % al 13,2 % sobre el total. Este hecho coincide, por supuesto, con una caída de las reservas (ver capítulo 3 - gráfico 3.1).

Las dificultades del gobierno para reintegrar en tiempo y forma los fondos prestados, puede tener serias consecuencias para el Banco Central si, además de la financiación al Tesoro, añadimos al análisis la emisión de NOBAC y LEBAC cuya evolución creciente le ha llevado a representar, en 2012, el 47 % del total de las reservas del BCRA, como puede observarse en los datos del gráfico 4.7. Si bien vemos que su evolución es creciente hasta 2006, momento en el que comienza a descender, el stock vuelve a dispararse en 2009, superando el nivel más alto al que se había llegado hasta entonces (43 %).

Las solvencia de la entidad se ve muy comprometida debido a su intervención en el sostenimiento del modelo macroeconómico y la financiación al Tesoro. Por otro lado, el indicador de stock de deuda sobre reservas internacionales, utilizado también como parte de la demostración empírica de la manejabilidad de la deuda, no resulta del todo fiable para demostrar la capacidad de pago de la misma.

**Gráfico 4.7: Porcentaje de NOBAC y LEBAC en el total de reservas internacionales del Banco Central, 2002-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Balance Anual - Serie semanal del BCRA.

La financiación del Tesoro es la razón por la que el BCRA ha transformado lo que en un comienzo fue una política de acumulación de reservas, en una de reposición de reservas. A través de la compra de divisas con sus títulos ha garantizado que el Estado pueda pagar, a su vez, su deuda con acreedores internacionales.

En el caso del ANSES, en noviembre de 2011, el 57,6 % de la cartera del Fondo de Garantía de Sustentabilidad correspondía a títulos públicos nacionales, porcentaje

que se elevó al 61,7 % el cuarto trimestre de 2012<sup>128</sup>. El traspaso de las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones no significó un cambio en la colocación de los fondos que conforman el conjunto de aportes, su destino siguió siendo mayoritariamente la financiación pública.

Este entramado representa el sostenimiento institucional del sistema de deuda pública, cuyo coste de oportunidad es el desvío de fondos a posibles destinos específicos por parte de los organismos públicos, relacionados con las necesidades sociales y el desarrollo (Giuliano, 2013). En su lugar, permanece financiando un mecanismo de pagos del que depende la solvencia del modelo macroeconómico.

El endeudamiento intra-estado pone en peligro la solvencia de las instituciones públicas y podría forzar, eventualmente, a una vuelta a los mercados internacionales de capital en caso de que el Estado Central no pudiera hacerse cargo de sus obligaciones. La interrupción del ingreso de divisas a través del comercio exterior, por ejemplo, manifestaría las implicaciones controversiales de esta financiación.

Con el correr del tiempo, la necesidad de recursos desde las administraciones públicas para el mantenimiento de los pagos a los acreedores de la reestructuración, fue cobrando importancia, haciendo, una vez más, que el endeudamiento público se convierta en un condicionante de la política económica argentina, más allá de la proclamada independencia de los mercados internacionales de capital.

Por esa razón, el reemplazo de financiación externa por interna y el devenir de las medidas de política económica han llevado a algunos autores a criticar la “vocación de pago” del gobierno (Giuliano, 2013; Lo Vuolo y Seppi, 2008). En cuanto a las razones que la motivarían, Giuliano (2013) sostiene que la vocación pagadora del gobierno está vinculada a la necesidad de volver a los mercados internacionales de deuda, señalando como principal consecuencia la “descapitalización del BCRA” y la “desfinanciación del ANSES”. El deterioro de las cuentas externas y la ausencia de superávit fiscal, en los últimos años de nuestro periodo de estudio, deja constancia de que el pago de la deuda se sostiene a costa de un deterioro de la solvencia de las entidades públicas.

Por otro lado, el pago puntual de las obligaciones es necesario para el mantenimiento del modelo, por las consecuencias que el aumento de la deuda tiene sobre las cuentas fiscales (límites al gasto en políticas públicas). Al mismo tiempo, se necesita mantener cierto control sobre la deuda externa. Una ampliación de la toma de capitales con el exterior, podría llevar a una situación similar a la existente en la época del Plan de Convertibilidad con una mayor presencia de títulos de la deuda externa como activos principales en el mercado de capitales y como opción de colocación de fondos del propio sistema bancario, lo que provocaría que la deuda se convirtiera una vez más en el principal mecanismo de captación de capitales internacionales dinamizador de la valorización financiera (Lo Vuolo y Seppi, 2008).

No es difícil suponer que las razones expuestas por Giuliano cobran fuerza si le agregamos la mencionada en el párrafo anterior. Si apareciera cualquier desequilibrio

---

<sup>128</sup>Datos del Informe Mensual (2011) y Trimestral (2012) del Fondo de Garantía de Sustentabilidad publicado (FGS) por el ANSES. El FGS está formado por los fondos que eran administrados por las AFJP.

en las cuentas externas y la solvencia de las administraciones públicas estuviera muy comprometida, la única opción de acceder a la financiación externa sería el retorno a los mercados internacionales de capital.

La reestructuración y la cancelación de la deuda con el Fondo Monetario Internacional han hecho del endeudamiento interno público un factor determinante en la dinámica económica. La deuda externa se ha reducido como porcentaje de la deuda total, no por una caída del endeudamiento en general sino por el aumento del endeudamiento interno.

Como consecuencia de esta situación, en donde la vocación de pago es financiada vía administraciones públicas, se ha generado una gran presión sobre el superávit comercial para mantener el nivel de reservas internacionales. Las divisas son necesarias, tanto para el control del tipo de cambio como para el pago de las obligaciones del Estado.

Más allá de que lo expuesto ponga en duda la veracidad de la tesis del desendeudamiento, lo significativo para nuestro análisis es que pone en duda la total desaparición del mecanismo de la deuda pública como impulsor de la rentabilidad financiera y como elemento condicionante del curso de la economía argentina. El hecho de que ciertos indicadores, como su coste y, por ende, su rentabilidad se mantengan en niveles similares a los presentes en la época de la “valorización financiera”, así como la continuidad de su posición prioritaria en términos de política económica (controles del mercado de divisas y reforma de la Carta Orgánica del BCRA) y de destino de recursos (endeudamiento interno público), son evidencias de la deuda pública aún conserva parte del papel que protagonizaba en los años noventa.

A pesar de ello, no puede minusvalorarse el hecho de que la deuda pública dejó de desempeñar ese papel como núcleo de la atracción de divisas, no sólo por las condiciones favorables de la cuenta corriente, sino también por las características de la nueva gestión relacionadas con la financiación interna y pública, aunque ello conlleve un riesgo añadido para las administraciones públicas: el compromiso de su solvencia. Una desestabilización en la balanza por cuenta corriente podría llevar a una vuelta al endeudamiento internacional y generarse un nuevo ciclo de endeudamiento financiado con endeudamiento.

Lo antes expuesto pone ciertas restricciones a la idea de mayor soberanía respecto de los condicionamientos en la política económica y respecto al alcance de la independencia de capitales externos.

#### **4.2 Los efectos del fin de la convertibilidad y de la nueva gestión de la deuda en el vínculo entre el Estado y capital financiero en el periodo 2002-2012**

En este apartado analizaremos los efectos de las medidas que afectan al vínculo del capital financiero con el Estado, especialmente relacionadas con sus necesidades de financiación, que en el periodo anterior favorecieron la expansión de las finanzas en Argentina. Las medidas de política monetaria y de control del tipo de cambio adquieren relevancia en la medida en que, como hemos mencionado varias veces en este trabajo, el Plan de Convertibilidad fue uno de los pilares de la misma. Lo mismo podemos decir



de la reestructuración de la deuda, al influir tanto en las finanzas públicas como en su rentabilidad como activo financiero.

En la post-convertibilidad, el Estado utilizó instrumentos de política económica que le habían sido vedados durante la década anterior. Intervino no sólo a través de los instrumentos de política monetaria y cambiaria, sino también a través de otras medidas como los subsidios al sector privado y el rescate financiero, esencial para evitar la debacle del sistema financiero. Sobre este último, en el siguiente capítulo veremos que sentó las bases para la recuperación de su rentabilidad.

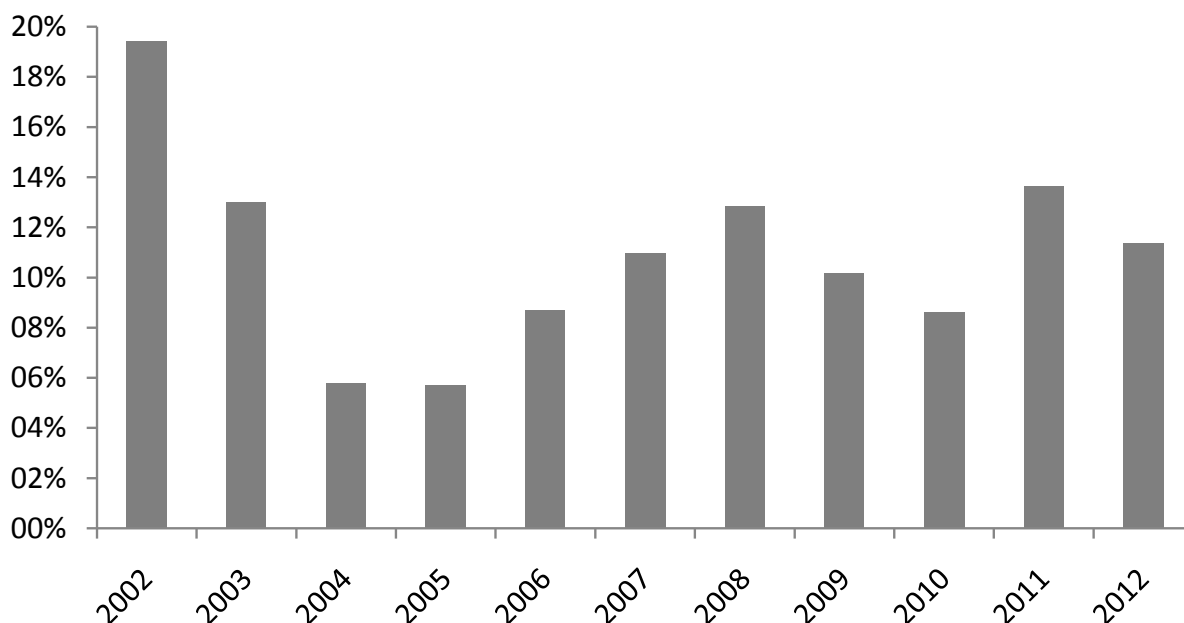
La necesidad de financiación del Estado, el elemento que en el pasado condicionó su vínculo con el capital financiero e hizo protagonistas a las finanzas en el periodo anterior, parece estar “bajo control”. No sólo por el fin de la convertibilidad, sino también por la nueva gestión de la deuda pública que, a través de la financiación interna, ha impedido que se genere la dependencia de entrada de capitales extranjeros a través del endeudamiento.

En el periodo anterior, las políticas neoliberales en general y, en particular, las medidas de política monetaria y cambiaria, estaban íntimamente ligadas a la expansión de las finanzas y a la rentabilidad financiera. Las razones ya han sido mencionada en el capítulo 2, las políticas monetarias restrictivas elevaban los tipos de interés, contribuyendo a la rentabilidad de las inversiones en el corto plazo. A su vez el Plan de Convertibilidad contribuía a la dependencia de capitales extranjeros, exacerbando el papel de la deuda como elemento central para la atracción de estos capitales, al afectar negativamente a la balanza comercial (sobrevaloración de la moneda), al mismo tiempo que garantizaba el retorno de las inversiones de un peso en un dólar.

En el caso de las medidas post-convertibilidad, las políticas monetaria y cambiaria fueron herramientas utilizadas para mejorar la competitividad de los productos argentinos. El control del “dólar caro” benefició al sector productivo, como ya se ha analizado en el capítulo 3. En un comienzo el encarecimiento de las importaciones resultó en una incipiente recuperación de la industria por sustitución de importaciones. Luego este efecto fue mermando, aunque permaneció el efecto en las exportaciones, vía abaratamiento de los recursos internos (especialmente de la fuerza de trabajo). Lo que no parece evidente, en todo caso, es que el beneficio al sector productivo se haya traducido en un perjuicio sobre las finanzas.

La política de control de cambio y la política de esterilización benefician al capital financiero, aunque este beneficio sea menos evidente. Al facilitar la acumulación de reservas internacionales, se financió el pago a acreedores externos. Esto se ha reforzado, de forma indirecta, con el control del mercado de divisas cuya intención fue la conservación de los niveles de reservas internacionales con el mismo fin. Por otro lado, y de forma mucho más directa, la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central amplió los márgenes para la utilización de reservas en el pago de obligaciones del Estado y amplió también su financiación a través de adelantos transitorios. Todo ello en detrimento del uso que podría haberse dado de estas reservas en la mejora de las condiciones de vida de la sociedad.

**Gráfico 4.8: Rentabilidad de NOBAC y LEBAC, 2002-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de los Estados Contables del BCRA de los años 2002 al 2012.

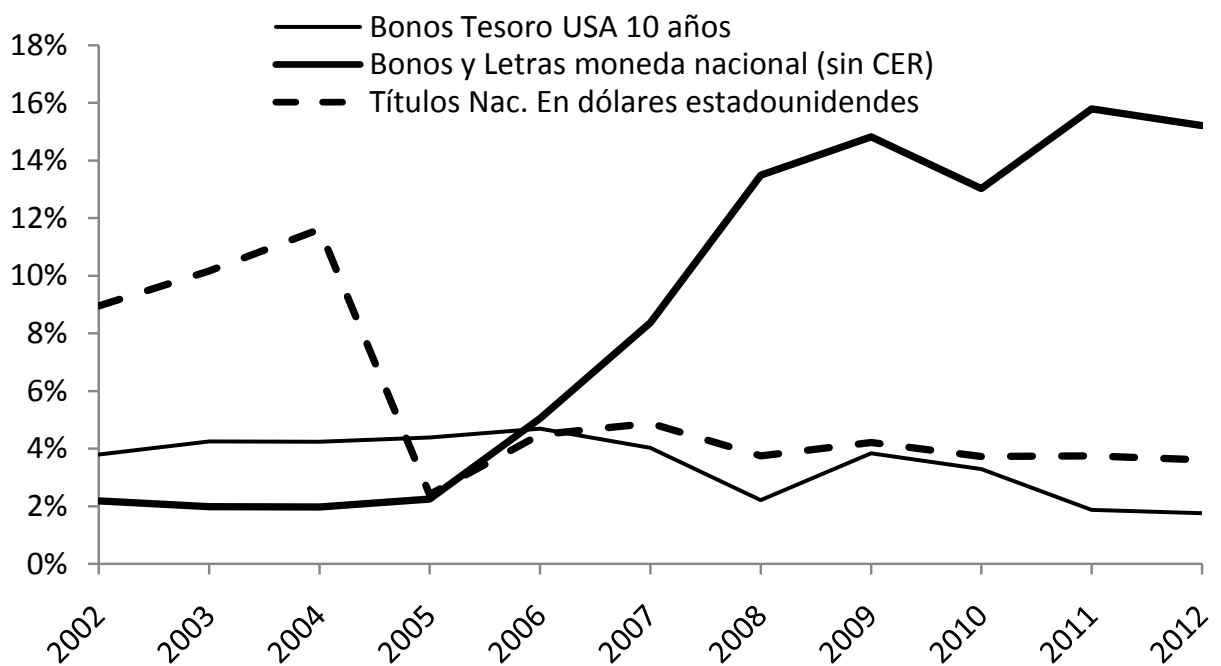
Existe un vínculo muy estrecho entre las políticas de tipo de cambio y monetarias y la financiación intra- sector público que está en la base de la política de desendeudamiento, es decir, está en la base del pago de la deuda. En este entramado el Banco Central ocupa una posición central, a través de su intervención y es el principal proveedor de recursos al Tesoro. Es la colocación de títulos de la entidad financiera la que permite el control del tipo de cambio, la obtención de divisas y la acumulación de reservas internacionales, que permiten, a su vez, el pago a los acreedores externos.

La trama se complica si añadimos el sector financiero a la cadena de financiación. La mayoría de la deuda del Banco Central se encuentra en manos del sector financiero argentino, lo que, de alguna manera, da continuidad a la financiación del sector público por parte de las entidades financieras, mecanismo presente en la década anterior. Así, la política de esterilización se convierte, vía colocación de deuda por parte del BCRA en la banca, en uno de los mecanismos para mantener la financiación que la entidad financiera otorga, a su vez, al Estado Central con el fin de que éste pueda saldar sus obligaciones.

Asimismo, la deuda generada por la política monetaria y cambiaria tiene su propio impacto como instrumento financiero. Su emisión creciente impacta no sólo en la solvencia del BCRA, sino también en el coste de la misma y, por ende, también en la rentabilidad que se paga a los tenedores de esta deuda. Quienes se benefician de ello son los tenedores principales, las entidades financieras.

Como podemos ver en el gráfico 4.8, la rentabilidad de los títulos emitidos por el BCRA, calculada como porcentaje de los intereses pagados en el stock de títulos emitidos, ha sido elevada en casi todo el periodo.

**Gráfico 4.9: Tipos de interés de la deuda argentina\* y de la deuda del Tesoro estadounidense, 2002-2012.**



\* Los tipos de los bonos argentinos son las tasas promedio ponderadas. El tipo correspondiente al bono norteamericano a 10 años corresponde al tipo anual publicado el último día del año.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Informe de la Deuda de la Secretaría de Finanzas del Ministerio de Economía y del Anuario de IAMC 2011 y 2012.

Si bien en 2002 la rentabilidad fue muy significativa, llegando casi al 20 %, esto se debió a que los tipos ofrecidos eran muy elevados con el fin de desincentivar la inversión de capitales en el dólar, puesto que disparaba la paridad, con efectos devaluatorios sobre el peso. La rentabilidad desciende hasta 2005, momento en el que comienza a crecer hasta alcanzar el 13 % en 2008. No es casual que la rentabilidad comience a crecer el mismo año en el que se reestructura la deuda en *default*. La necesidad de financiación del Estado aumentó en este momento, al retomar los pagos de la deuda en suspensión de pagos y comenzar la gestión que incluye el reemplazo de deuda externa por interna. El aumento de la rentabilidad coincidió con el crecimiento del stock de títulos.

Una de las razones por las que la política de esterilización ha sido cuestionada, fue justamente, el efecto que pudo haber tenido la emisión creciente de NOBAC y LEBAC con el correr del tiempo en la solvencia de la entidad. El stock de títulos creció a una tasa promedio del 41 % en todo el periodo, pasando de 3.220 millones de pesos a 99.854 millones de pesos. Los intereses pagados por el BCRA, a su vez, han crecido en promedio un 34 % en el mismo periodo, pasando de 626 millones de pesos en 2002 a 13.538 millones de pesos en 2012 según datos presentes en los Estados Contables del BCRA. La deuda del Banco Central impacta en el sector financiero, no sólo por representar un elevado beneficio en su haber, sino también por la influencia que los tipos de interés que ofrece puede tener en el resto de las actividades del sector. En este sentido, por ejemplo, puede servir de base para los intereses que la banca aplica a sus préstamos.

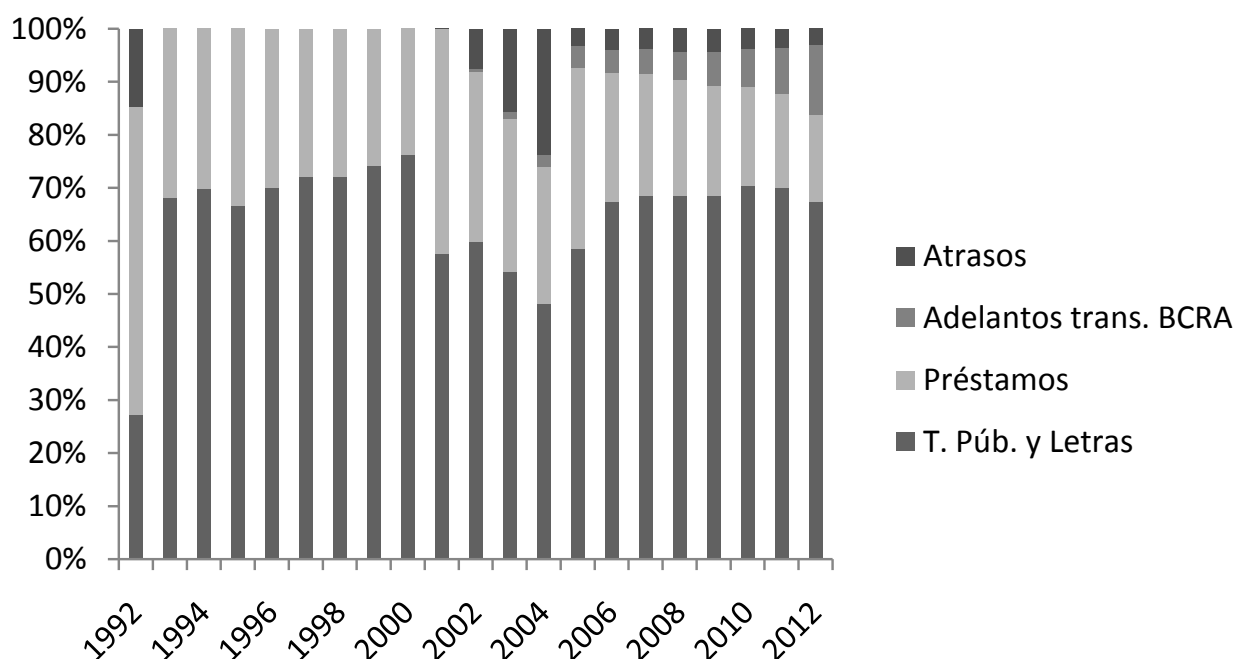
Vemos así, que la regulación monetaria y cambiaria favoreció al capital financiero, aseguró el pago de la deuda del Estado y fomentó elevadas rentabilidades en el sector financiero, más allá de que no garantizó la paridad un peso un dólar para las inversiones.

Sin embargo, la aparición del déficit público al final del periodo y, con ello, la incapacidad de pago del Estado podrían llevar al aumento del endeudamiento intra-estado, lo que podría desencadenar una vuelta a los mercados internacionales de capital. Sin reformas progresivas en el sistema tributario que garanticen un aumento de la recaudación ni otras medidas que impidan la salida de capitales de la economía, cuestión que abordaremos en el próximo capítulo, ese parece el camino por el cual podría volver a transitarse.

(...) con una política de maximizar los esfuerzos fiscales para pagar deuda, ya en 2007 el Estado cubrió con el superávit destinado a deuda sólo un poco más de un tercio de los pagos, siendo el resto cubierto por endeudamiento intra-sector público y colocación de nueva deuda. Esto marca la pauta fundamental de la actualidad de la deuda, en tanto que, a solo dos años del canje, el Estado se ve obligado a contraer más deuda de la que puede pagar, profundizando el círculo vicioso del endeudamiento público (Varesi, 2012, p.118).

La política cambiaria y la de esterilización, además permitió que este modelo del que forman parte continuara reproduciéndose. La acumulación de reservas a que da

**Gráfico 4.10: Porcentaje de cada instrumento en el total de la deuda pública, 1992-2012.**



\* Para más detalles sobre la composición de la deuda por instrumentos consultar cuadro 5 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas del MECON.

lugar permite sostener este círculo de financiaciones y, además, hace posible la intervención en el mercado cambiario.

La regulación orientada a gestionar las finanzas públicas mantuvo la rentabilidad de la deuda, tal y como hemos visto. La reestructuración conservó el privilegio de los acreedores, aunque solventó el problema del pago de las obligaciones a través de nuevo endeudamiento externo, lo que convertía a este último en el eje de la esfera especulativa y en el centro de la dinámica económica. Sin embargo, las elevadas rentas financieras que otorga la deuda han llevado a que su posición como activo financiero se mantenga en el mercado de valores argentino.

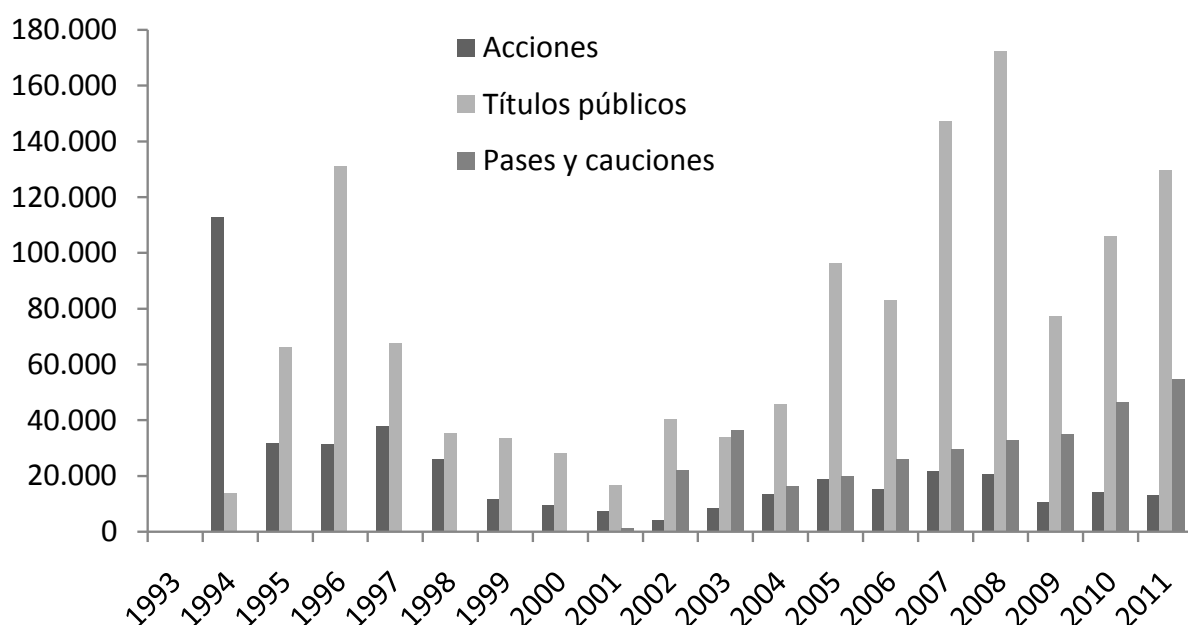
Los mecanismos de la reestructuración que conservan la rentabilidad de la deuda son canales diferentes a los que representaban los elevados tipos de interés fomentados por la necesidad de financiación y el riesgo país en la década de 1990. No obstante, estos elevados niveles de rentabilidad, repercutieron en los costes de la deuda, lo que se hizo evidente cuando las cuentas públicas comenzaron a presentar dificultades hasta convertirse en deficitarias a partir del 2009.

Como instrumento financiero, la deuda argentina siguió ofreciendo una rentabilidad más elevada que la deuda de los países avanzados. Por ejemplo, en el gráfico 4.9 podemos apreciar la diferencia que existe entre los tipos ofrecidos por la deuda nacional y la deuda del Tesoro estadounidense. Si bien los títulos nominados en dólares redujeron sus tipos (incluso fueron menores a los ofrecidos por la deuda estadounidense en 2005, año del canje), se recuperaron a partir de 2006. En el caso de los títulos

nominados en moneda nacional y que no se ajustan por inflación, comenzaron ofreciendo unos tipos inferiores a los otros dos, pero en 2006 cambiaron su tendencia. Los tipos ofrecidos por este tipo de activos crecieron aceleradamente del 2,4 % en 2005 al 14,8 % en 2009 y 15,8 % en 2011.

El endeudamiento público ha mantenido su importancia como activo financiero. Tal como puede apreciarse en el gráfico 4.10, los títulos públicos siguieron siendo la forma principal en que se instrumentó la financiación pública. Al parecer, como en el periodo anterior, y pese al *default* y a la reestructuración, conservaron el atractivo que se derivaba de su rentabilidad y de la garantía de ser emitidos por el Estado. Volvemos a incluir en este gráfico datos anteriores a nuestro periodo de estudio con el fin de que pueda apreciarse el efecto temporal de la caída de la importancia de los títulos como componente de la deuda.

**Gráfico 4.11: Montos efectivos negociados anualmente de los tres instrumentos con mayor volumen de negociación en millones de pesos, 1990-2012.**



\* Para más detalles véase cuadro 6 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Si analizamos la proporción de títulos como componente de la deuda, observamos que se redujo significativamente durante los años 2001 y 2004, cuando llegó a su nivel más bajo 48 % desde 1992. Luego del canje de 2005, esta proporción fue comparativamente más baja que en la década de 1990, siendo éste uno de los argumentos que se utilizaron para justificar que los mecanismos especulativos del periodo anterior habían sido desarticulados. No obstante, esta proporción volvió a elevarse en los años siguientes, llegando a niveles similares (67 % en 2012, mismo porcentaje que en 1995).

Su importancia como activo financiero también se revela, si observamos los montos negociados en el mercado de capitales. Han sido los principales instrumentos en cuanto a su monto de negociación anual, como se observa en el gráfico 4.11. Otra vez

vuelve a destacar el año 2005, en este caso como año en donde los montos negociados de títulos públicos se vuelven más significativos. En los años 2007 y 2008 incluso superan los presentes en la década anterior.

Podemos concluir que el Estado y el capital financiero conservan su vínculo en este periodo desde la perspectiva de la rentabilidad de la deuda pública, sus características como activo financiero y el lugar prioritario que mantiene en los objetivos de regulación.

\*\*\*

El discurso oficial sostiene la línea de sus decisiones en materia de política económica, lo que incluiría a las medidas que afectan en el ámbito financiero, desarticularon los mecanismos vigentes en el periodo anterior, donde se verificaba la gravitación de la dinámica económica en torno a las finanzas.

Sin embargo, parece verificarse que existen elementos que matizan el alcance de esta desarticulación. En primer lugar, la nueva gestión de la deuda no ha implicado un verdadero desendeudamiento. La reducción del endeudamiento se basa en datos parciales, teniendo en cuenta que tanto el stock de deuda como su coste están subestimados en los cálculos oficiales de sostenibilidad de la deuda. Si bien hay una reducción de la deuda pública en términos de participación en el PIB y de la deuda externa, el alcance de la reestructuración es limitado en cuanto a la desarticulación de la deuda como eje de la actividad especulativa. Ha conservado su papel de forma parcial por dos razones. La primera, porque el endeudamiento con organismos públicos comprometió la solvencia del sector público, abriendo la posibilidad a un retorno al endeudamiento internacional en el momento en que la situación se vuelva insostenible. Al mismo tiempo creó nuevos instrumentos rentables para los mercados financieros, las notas y las letras del BCRA. La segunda, la deuda pública siguió conservando su atractivo, siguió siendo un elemento importante de canalización de ahorro externo e interno y continuó siendo el principal activo financiero en los mercados de valores.

La dinámica de endeudamiento interno es dudosamente sostenible en el largo plazo y no libera de contradicciones al funcionamiento de la economía. Ese alcance limitado de la nueva política de deuda pública no quita que la gestión de la misma haya sido, hasta el momento, más sostenible que en los años noventa, evitando el círculo de dependencia a través de la deuda externa, aunque para ello se haya recurrido al endeudamiento interno público creciente y se hayan tomado ciertas medidas para conservar la puntualidad en sus pagos. En este sentido, cobra fuerza la idea de que, en realidad, la reestructuración buscaba esta vuelta a los mercados internacionales de capital, y no acabar con la deuda externa y con la dependencia que ésta genera.

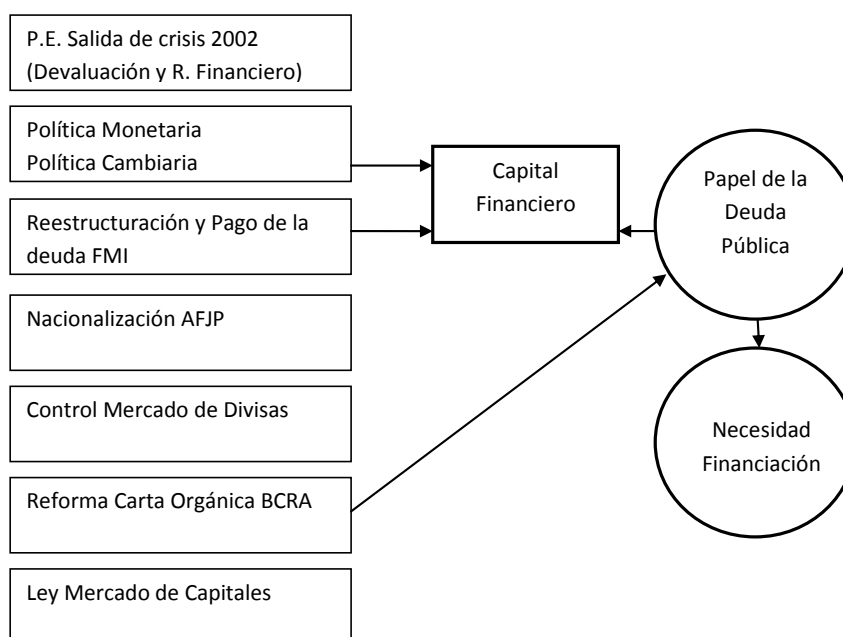
Según lo que hemos podido ver en este capítulo, el alcance de la regulación ha alterado de forma parcial el vínculo entre el Estado y el capital financiero. La diferencia fundamental ha sido la ruptura de la relación entre la deuda pública y la entrada de capitales internacionales para mantener la política monetaria y el propio pago de la deuda. Por lo demás el Estado ha mantenido las condiciones para la centralidad

del capital financiero, a la vez que este no ha perdido por completo su margen de influencia. Esto último puede verse, no solamente en las medidas de rescate financiero, por ejemplo, sino también por el lugar privilegiado de acreedores internacionales “reestructurados” en la lista de prioridades del gobierno y la ausencia de reformas que redirijan la actividad de los bancos como veremos enseguida.

Tal como hemos podido ver las entidades financieras participan dentro de este círculo de financiaciones que tiene como beneficiario último a los tenedores de deuda reestructurada. En el siguiente capítulo veremos cuál ha sido el papel del sector financiero en este periodo, especialmente en lo que atañe a su rentabilidad y a su vínculo con el sector productivo.

A continuación se presenta un esquema con las principales variables incorporadas en el capítulo 4 y su vínculo con las principales medidas de política económica analizadas en el capítulo 3.

#### Esquema 4.1. Variables de análisis del capítulo 4.







## **El sector financiero en el modelo neodesarrollista ¿Orientado hacia la producción?**

---

El análisis del sector financiero es indispensable para definir la posición del capital financiero en la dinámica económica. Hemos definido como una de las variables a estudiar la conexión que el sector financiero, en especial la banca, tiene con el sector productivo. De acuerdo con las tendencias actuales, el comportamiento de los bancos es diferente al que tenían en la época en que Marx y Hilferding escribieron sus obras. Por el contrario se encuentran cada vez menos conectados, a través del crédito, con la producción y destinan más recursos hacia la financiación de hogares y hacia la administración pública, convirtiéndose en uno de los rasgos de las nuevas finanzas.

También forman parte del sector financiero las demás instituciones financieras y los mercados financieros. Entre las instituciones financieras encontramos a los inversores institucionales, con un papel importante como los nuevos agentes que intervienen en los mercados financieros y que alteran la gestión de las empresas. En el caso argentino, el papel de estos inversores está más vinculado a la financiación pública.

Ante la posible confusión que puede plantearse con la definición que hemos realizado del capital financiero presente en el capítulo 1, haremos la siguiente aclaración: cuando nos refiramos al análisis del sector financiero, estaremos hablando sobre su ámbito de su actividad, es decir el sector de la economía argentina donde actúa el capital financiero, donde realiza su actividad y consigue su ganancia. En este capítulo analizaremos los efectos de la crisis y cómo los cambios de la regulación afectaron a la evolución, a la actividad y a las rentas financieras generadas en el sector de las entidades financieras, en el sector de las aseguradoras y de las AFJP, y en los mercados financieros.

La exposición del análisis se organizará de la siguiente forma: en primer lugar, veremos lo que sucede inmediatamente después de la crisis (2002) en el sector financiero, lo que nos permitirá apreciar, por un lado, los efectos profundos que tuvo en el sector, aunque menores de no haber existido la intervención pública, y por el otro, el punto de partida del que pudo haber derivado un cambio más rotundo del que en realidad tuvo lugar.

En segundo lugar se analizarán los efectos de la política económica entre 2003 y 2012, en el sector de la banca y demás entidades financieras, en cuanto a su estructura, rentabilidad y actividad. Luego pasaremos a analizar la actividad y rentabilidad de los inversores institucionales, y lo sucedido en los mercados de capital.

El objetivo es poder esclarecer la naturaleza del vínculo de este sector con el sector

productivo y con el resto de los componentes de la dinámica económica, lo que nos permitirá ir desvelando el papel del capital financiero en el proceso económico a lo largo de los años de la post-convertibilidad.

## **5.1 Respuestas iniciales del sector financiero tras la crisis**

La salida de la crisis llevó a un aumento de la centralización y concentración en todos los sectores de la economía. En el caso del sector financiero, tanto su estructura de propiedad como su rentabilidad se vieron afectadas.

Los efectos pudieron haber sido más profundos de lo que fueron y su periodo de recuperación más largo. Pudo producirse una destrucción mayor del sector desencadenando una centralización más acentuada o incluso llevar a una nacionalización de la banca. Sin embargo nada esto paso gracias al rescate financiero comentado en el capítulo 3.

### **5.1.1 Los efectos de la crisis en la estructura del sector financiero**

Entre 2001 y 2002, la cantidad de bancos se redujo, pasando de 84 a 78 a través de fusiones y adquisiciones, dando así continuidad al proceso de centralización que había comenzado en la década de 1990. Damill *et al.* (2003b) sostienen que el nivel de capital mínimo, que se mantuvo en los primeros meses de la recuperación fue uno de los elementos que favoreció el proceso de fusiones y adquisiciones en el sector.

La reducción del número de entidades financieras se produjo por la caída de la participación de los bancos extranjeros en el sector, que pasaron de 37 a 29. En 2001 existían 21 entidades financieras locales de capital extranjero y 16 sucursales de entidades extranjeras, mientras que en diciembre de 2002 las primeras disminuyeron su número a 15 y las segundas a 14. La mayoría de los capitales que se retiraron controlaban bancos locales de pequeño o mediano porte. Los bancos de capital nacional sólo redujeron su cantidad en uno, al igual que en el caso de las entidades no bancarias<sup>129</sup>.

No obstante, no fue todo negativo para los bancos extranjeros:

Aún con el desprestigio en el que se vieron envueltos los bancos extranjeros, éstos lograron proyectar una imagen de solvencia superior a la de sus pares nacionales. Ello les permitió no sólo poner en jaque a sus competidores sino también condicionar la estrategia gubernamental, cuya eficacia dependía de un escenario exento de quiebras bancarias (Cobe, 2009, p.55).

El rescate financiero alcanzó a todas las entidades financieras, independientemente de cuál fuera su procedencia. La ayuda que supuestamente enviarían sus casas matrices nunca llegó.

Junto con los cambios en la estructura de propiedad de los bancos, se produjo el divorcio de intereses entre la banca privada nacional y la banca extranjera. Este quiebre se puso de manifiesto cuando los Bancos Macro e Hipotecario pasaron a

<sup>129</sup>Según datos del Banco Central (BCRA).

formar parte de la ABAPPRA, organización que agrupaba, en principio, a los bancos públicos y cooperativos, produciéndose un alineamiento temporal de la banca pública y privada nacional<sup>130</sup>.

ABAPPRA se identificaba como la parte de la banca afín al interés nacional, respaldaba la pesificación y estaba de acuerdo en poner en marcha un modelo productivo. En el lado opuesto, ABA, compuesta por los bancos extranjeros, adoptó dos estrategias diferentes: por un lado, se encontraban las entidades que confrontaban con el gobierno y dejaban el país, y por el otro, estaban las entidades que negociaban y decidían quedarse. Como hemos mencionado antes, los capitales que dejaron la actividad estaban relacionados con los bancos pequeños y medianos. Los grandes bancos como Santander, Citibank y BBVA continuaron operando en el país.

En la convertibilidad, los bancos extranjeros se hallaban orientados especialmente al negocio de la deuda pública y, aprovechando la posibilidad de endeudarse con el exterior, se beneficiaban de los tipos de interés preferenciales. Estos fondos se prestaban en el mercado doméstico tanto al sector público como al sector privado no financiero (empresas, personales) a tasas mucho más elevadas (Cobe, 2009). Si bien las ganancias eran en pesos, el riesgo se compensaba con las altos tipos de interés y la posibilidad de convertirse fácilmente en dólares.

Al declararse el *default* y luego la devaluación estos bancos de capital foráneo vieron peligrar su mayor fuente de rentabilidad. Además, su pasivo se incrementó al estar muy endeudadas en dólares. Por esta razón, el sector bancario extranjero se vio más perjudicado, en términos relativos, que el local, lo que se puso de manifiesto en el aumento de “nacionales” en la estructura de propiedad.

Pero los cambios en la estructura del sector financiero no se limitaron únicamente a los cambios producidos en la banca privada. Se observa, además, un aumento de la importancia de la banca pública, en contraposición con lo que pasaba en la década de 1990. Entre 2001 y 2002 el número de las entidades públicas aumentó de 13 a 16. Este aumento de importancia relativa en la cantidad de entidades puede apreciarse también en términos de participación en préstamos y depósitos: las entidades financieras públicas pasaron a tener, en diciembre de 2002, el 38,9 % de los préstamos, cuando un año antes concentraban el 29,7 % del total. Los depósitos en manos de la banca pública, por su lado, pasaron del 32,4 % al 49,7 % del total del sistema, según datos del Balance del Sistema Financiero presente en el Informe de Bancos del Banco Central (BCRA).

En el caso de los depósitos este aumento se debió a la percepción de mayor confianza en los bancos públicos por parte de los ahorristas. En el caso de los préstamos, la recuperación de la cartera fue mayor que en el caso de los bancos privados, probablemente porque la caída del stock de préstamos también fue mucho menor, a pesar de que entre diciembre de 2001 y 2002, el crédito público al sector privado cayó un 26 %, teniendo en cuenta el total del sistema bancario.

Según Damill *et al.* (2003b) como resultado de la crisis se produce una ruptura del

---

<sup>130</sup> Como mencionamos en el capítulo 2, los bancos privados de capital nacional y extranjero se habían agrupado hacia finales de la década de 1990 en ABA, como reflejo de la unificación de intereses en aquel momento.

vínculo natural entre la expansión monetaria y la creación de crédito. Los depósitos comenzaron a crecer a mediados del 2002 a una tasa del 2,8 % entre julio y diciembre, pero no sucedió lo mismo con los créditos. Las razones son variadas y corresponden tanto al lado de la demanda como de la oferta. Aunque sólo apuntaremos que durante 2002 todavía existía una gran incertidumbre percibida por las familias, que vieron reducidos sus ingresos, y por las empresas que, aunque en algunos casos tuvieron márgenes elevados, no veían claras las expectativas de aumentar sus ventas en el futuro.

Si bien los préstamos hipotecarios a más de 10 años para el sector privado se otorgaban a una tasa entre el 11 % y el 12 % de interés nominal, los tipos de interés activos en general resultaban muy elevados. El tipo de interés activo anual llegó al 52 % (el tipo nominal activo de adelantos llegó al 80 % en Julio de 2002) y la situación de crisis llevó a que se adoptasen comportamientos de “supervivencia” difíciles de revertir en el futuro, como la preferencia por el efectivo, que eludía la intervención del sistema bancario.

En el caso de la oferta, las políticas implementadas impedían la entrada de recursos, lo que contribuía a la desintermediación. Un ejemplo de ello es la posibilidad de cancelar deuda con depósitos o bonos por parte de las empresas, quienes reservaban los recursos para la autofinanciación. Esta medida, por otro lado, reducía la posibilidad de los bancos para recuperar fondos prestables.

Otra medida que también desincentivó la intermediación financiera fue la cotización de cheques diferidos en bolsa. Esta medida permitía al tomador de crédito acceder a la financiación a menores costes, al igual que la propia política de rescate financiero, que elevó el porcentaje de títulos en el activo de los bancos, haciendo que sus ingresos dependieran, en mayor medida, del curso de los mismos<sup>131</sup>. Esa tenencia de activos públicos jugó un papel importante en la recuperación de la rentabilidad de las entidades financieras.

Hacia finales del 2001, las 12 AFJP que sobrevivieron a las 26 originales eran controladas, mayoritariamente, por la banca local y extranjera (Arceo *et al.*, 2010, p.144). La centralización y concentración del sector, mediante las fusiones que se sucedieron a finales del siglo XX, se manifestaba, no solamente en el número de entidades, sino también en la cantidad de afiliados y fondos<sup>132</sup> que concentraban las 4 principales AFJP<sup>133</sup>. Entre junio de 2001 y junio de 2002, el número de afiliados se mantuvo en torno al 72 % del total de los afiliados. Los fondos en su poder aumentaron del 73,5 % al 75,5 % durante ese lapso de tiempo<sup>134</sup>.

Una cuestión fundamental en los años noventa, y que se mantuvo durante el año de transición al nuevo modelo macroeconómico, ha sido la participación de estos in-

<sup>131</sup> Para más detalle sobre los elementos que desincentivaban la intermediación financiera en los meses posteriores a la crisis del 2001, tanto desde el punto de vista de la oferta como de la demanda, consultar (Damill *et al.*, 2003b).

<sup>132</sup> En junio de 1995 concentraban el 47,4 % de los afiliados al sistema, y el 53,3 % los fondos totales.

<sup>133</sup> En aquel momento Orígenes, Consolidar, Siembra y Máxima.

<sup>134</sup> Estos datos han sido obtenidos de “El Régimen de de capitalización a 9 años de la reforma previsional 1994-2003” (pp. 151 y 166) y realizado por La Superintendencia de AFJP. En él se exponen datos de los balances y memorias de las administradoras, cuyo cierre se realizaba en junio de cada año.

versores institucionales en la financiación del Estado. La mayor parte de sus fondos correspondía a la tenencia de títulos de deuda pública. Incluso se acentuó entre junio de 2001 y junio de 2002, especialmente influenciado por el rescate financiero. Los títulos públicos en la cartera de inversiones crecieron del 54,9 % al 78,6 %<sup>135</sup>

La devaluación y la falta de activos de alta capacidad crediticia en el mercado local impulsaron el aumento de la tenencia de activos externos, principalmente en acciones adquiridas a través de Certificados de Depósito Argentino (CEDEAR)<sup>136</sup>. Los CEDEAR son instrumentos que representan inversiones en títulos en moneda extranjera; por ello resultaban menos riesgosos luego del estallido de la crisis y, a la vez, se convertían en un mecanismo útil para sacar dólares del país. Como efecto también de las disposiciones de política económica las AFJP redujeron su inversión en plazos fijos; la participación en dichas inversiones ya resultaba menor en momentos previos a la crisis.

Por otro lado, la participación de capitales extranjeros en la propiedad de las administradoras se mantuvo inalterada entre junio de 2001 y junio de 2002, en torno al 72 %, reflejo de la extranjerización del sector bancario a lo largo de la década de 1990. Pese a pertenecer en su mayoría a bancos extranjeros, la huída del sector bancario no afectó a la propiedad de las administradoras, al menos durante el primer impacto de la crisis.

Las compañías de seguro se reducen en número también, pasando de 217 en 2001 a 205 en 2002<sup>137</sup>. Lamentablemente, no poseemos información de la estructura de propiedad en cuanto a su procedencia, lo que nos hubiera permitido determinar si hubo un desplazamiento del capital extranjero en este sector.

En cuanto a la orientación de su actividad, es similar a la de las administradoras de pensiones. Continúa siendo mayoritaria su orientación hacia las inversiones y, dentro de ellas, a la colocación en títulos públicos. Las inversiones representaban en 2002 el 63,4 % de los activos, dentro de los cuales, los títulos públicos eran los activos mayoritarios, representando un 62,4 % del total de las inversiones, lo que indica que el 39,5 % de los activos eran títulos públicos. En un año el porcentaje se incrementó en 6 puntos porcentuales ya que en 2001 los títulos públicos representaban el 33,5 % del total de los activos.

### **5.1.2 La profunda caída de la rentabilidad del sector financiero y la reactivación de los mercados financieros tras el estallido de la crisis**

La rentabilidad del sector financiero cayó de forma significativa en 2002, siendo negativa durante el primer año de la crisis. De forma general, el *Return on Assets* (ROA) del conjunto del sector cayó al -8,9 % y el ROE a un nivel del -59,2 %.

<sup>135</sup>Datos han sido obtenidos de “El Régimen de de capitalización a 9 años de la reforma previsional 1994-2003” (p.167).

<sup>136</sup>Los CEDEAR son certificados que representan el depósito de acciones de sociedades extranjeras que no tienen autorización de oferta pública en Argentina. Están depositadas en su mercado de origen, y el certificado que acredita la existencia de dicho depósito es lo que cotiza en el mercado argentino.

<sup>137</sup>Datos obtenidos de los documentos elaborados por la Superintendencia de Seguros de la Nación (SSN): “Evolución del Mercado Asegurador 1990-2001”, publicado en Marzo de 2002, cuadro nº1 y “Evolución del Mercado Asegurador 2002-2012”, presentado en Marzo de 2013, hoja nº1, cuadro nº1.

En el cuadro 5.1 puede apreciarse cómo la caída de la rentabilidad en los bancos privados fue bastante más significativa que en los públicos. Dentro del conjunto de bancos privados, la rentabilidad de los bancos extranjeros se vio más afectada que la de los nacionales. No obstante, las más perjudicadas resultaron ser las entidades financieras no bancarias.

**Cuadro 5.1: Rentabilidades del conjunto de entidades financieras bancarias y no bancarias según tipo de entidad en 2002.**

	ROA (acumulado anual)	ROE (acumulado anual)
Sistema financiero	-8,9	-59,2
Bancos privados	-11,4	-79,5
Bancos privados nacionales	-12,2	-67,7
Bancos privados extranjeros	-10,9	-89,9
Bancos públicos	-2,9	-18,9
Entidades financieras no bancarias	-45,9	-100,8

\* El Banco Central incluye en estos datos la información de los Balances no consolidados de bancos públicos y privados, compañías financieras y cajas de crédito.

Fuente: datos del Balance del Sistema Financiero del Informe de Bancos del Banco Central (BCRA).

A pesar de presentar una significativa caída de su rentabilidad, el margen financiero del sistema bancario fue positivo, como puede apreciarse en los datos del cuadro 5.2. Aunque los resultados por intereses fueron negativos, los resultados por diferencias de cotización, títulos valores y los ajustes de activos y pasivos por CER y CVS (inflación y variación de salarios) fueron significativos. Los ingresos del sector financiero por servicios también fueron positivos en 2002. Pese a la caída de los ingresos, los beneficios provenientes de los títulos valores y del ajuste por inflación se mantuvieron positivos, correspondientes a los mecanismos puestos en marcha por el Estado (compensación de la pesificación asimétrica). No obstante, el resultado final de su actividad fue negativo, especialmente, por los costes administrativos y los cargos por incobrabilidad.

Las AFJP también se vieron afectadas por la pesificación, las deudas denominadas en dólares estadounidenses o en cualquier moneda extranjera, correspondientes al sector público nacional, provincial y municipal, vigentes al 3 de febrero de 2002, debían convertirse a pesos bajo la paridad 1 dólar igual a 1,4 pesos (o su equivalente si se trataba de otra moneda) y ser ajustadas por el CER. Si bien en 2002 su rentabilidad se vio seriamente afectada, posteriormente el ajuste por inflación las benefició durante el resto del tiempo que permanecieron activas (en 2007 se cambia la metodología de cálculo de la inflación, que subestimaré el ajuste de este tipo de deuda, y el 2008 se nacionalizarán los fondos de jubilaciones y pensiones).

**Cuadro 5.2: Resultado de conjunto de entidades financieras bancarias y no bancarias en 2002, en millones de pesos.**

Margen financiero	13.991
Resultado por intereses	-3.624
Ajustes CER y CVS	8.298
Diferencias de cotización	5.977
Resultado por títulos valores	3.639
Otros resultados financieros	-299
Resultado por servicios	4.011
Cargos por incobrabilidad	-10.007
Gastos de administración	-9.520
Cargas impositivas	-691
Diversos	-3.880
Resultado monetario	-12.558
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias	-18.653
Impuesto a las ganancias	-509
<b>Resultado total</b>	<b>-19.162</b>

\* Idem cuadro 5.1.

Fuente: datos del Balance del Sistema Financiero del Informe de Bancos del Banco Central (BCRA).

Los aportes se redujeron en 2002 un 65,5 % respecto al año anterior, como resultado del aumento de desempleo, por el efecto de la inflación en el salario real y por la reducción de la alícuota. Estas últimas pasaron de ser el 11 % del salario al 3,4 % en junio de 2001. En diciembre de 2001 se redujeron nuevamente al 2,3 %, como resultado del cambio de normativa en el seguro colectivo de invalidez. Para intentar amortiguar la caída en 2002 se elevaron las comisiones al 35 % de los aportes. Aún y así, los resultados netos fueron negativos a junio 2002 y la rentabilidad del sector (ROE) fue del -21 %<sup>138</sup>.

Si bien las perspectivas de las empresas del sector financiero resultaban agoreras, no sucedió lo mismo en los mercados de capital. Los índices bursátiles en pesos se recuperaron a lo largo del 2002, mientras que los índices en dólares cayeron luego de la devaluación. El índice Merval en pesos finalizó el año con valores cercanos a los de enero de 2001, con una tasa de crecimiento del 77,7 %; el Índice Merval Argentina (M.AR) creció un 77 % y el Índice de Bonos (IAMC) en pesos creció un 110,4 %. El volumen de operaciones de títulos públicos en pesos pasó de 12,14 millones de pesos en enero de 2002 a 130,21 millones de pesos en diciembre del mismo año, según datos del Anuario del IAMC de 2002.

Es decir, pese a la profunda crisis sufrida en diciembre de 2001, tan sólo un año después había claros síntomas de recuperación en los mercados de valores, con un sesgo claro a favor de los títulos en pesos. El mercado de capitales no detuvo su crecimiento. A partir del segundo semestre de 2002, no sólo las variables macroeconómicas se estabilizaron, también comenzó a vislumbrarse cierta estabilidad en el sistema financiero.

<sup>138</sup> Según datos de (SAFJP, 2004, p.179).



## 5.2 Recomposición a partir de los cambios en la política económica entre 2003 y 2012

El sistema financiero comienza a recuperarse a partir del año 2004, coincidiendo con la puesta en marcha de la reestructuración. En este apartado veremos cuál es el impacto en el sector financiero de ésta y otras medidas, especialmente en relación a su rentabilidad y a la orientación de la financiación hacia los diferentes sectores de la economía.

### 5.2.1 Consolidación de los cambios tras la crisis. La presencia de la banca pública y el desplazamiento de la banca extranjera a partir de 2003

Algunas tendencias se mantuvieron inalterables, como el proceso de centralización y concentración iniciado en la década anterior. Por otro parte, el retroceso del capital extranjero y el avance de la banca pública, características surgidas luego de la devaluación, se mantuvieron a lo largo del periodo de investigación. Ambas marcan una tendencia opuesta a la del periodo anterior.

Además, en abril de 2003 asistimos al resurgimiento de ADEBA, Asociación de Bancos Argentinos, la agrupación de bancos locales. Los bancos privados de capital nacional se habían replegado con la banca pública (ABAPPRA), como se ha comentado en el apartado 5.1. El vuelta al ruedo de ADEBA indica que los intereses de la banca pública y la banca privada local vuelven a separarse. Este “divorcio” quedará reflejado en la orientación de las actividades de cada grupo, como veremos más adelante en este capítulo.

**Cuadro 5.3: Cantidad de entidades financieras, 2003-2012.**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Bancos</b>	<b>75</b>	<b>73</b>	<b>71</b>	<b>72</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>64</b>	<b>64</b>	<b>65</b>
Bancos Públicos	15	14	13	12	12	12	12	12	12	12
Bancos Públicos Nacionales	5	4	3	2	2	2	2	2	2	2
Bancos Públicos Provinciales Municipales	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Bancos Privados	60	59	58	60	55	55	54	52	52	53
Bancos Privados SA de Capital Nacional	31	32	34	35	33	33	32	31	30	32
Bancos Privados Cooperativos	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Bancos Locales de Capital Extranjero	13	13	12	13	12	12	12	11	12	11
Bancos Sucursales Ent. Finan. Ext.	14	12	11	11	9	9	9	9	9	9
<b>Entidades no Bancarias</b>	<b>21</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>17</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>16</b>
Compañías Financieras	19	16	16	16	16	15	15	14	14	14
Compañías Financieras de Capital Nacional	6	5	4	5	5	4	4	5	5	5
Compañías Financieras de Capital Extranjero	13	11	12	11	11	11	11	9	9	9
Cajas de crédito	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
<b>Total</b>	<b>96</b>	<b>91</b>	<b>89</b>	<b>90</b>	<b>85</b>	<b>84</b>	<b>83</b>	<b>80</b>	<b>80</b>	<b>81</b>

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central (BCRA).

El aumento de la centralización se aprecia en el menor número de bancos en el sector. Pasaron de 75 en 2003 a 65 en 2012, mientras que las entidades no bancarias pasaron de 21 a 16, tal como muestra el cuadro 5.3. En coincidencia con la centralización de la propiedad, se produce también un aumento de la concentración. En 2012 los

5 mayores bancos captaban el 57,3 % del total de los depósitos, 7 puntos porcentuales más que en 2001 (50 %) <sup>139</sup>. En el caso de los activos pasaron del 49 % al 54,1 % en el mismo periodo. En cuanto al porcentaje de los préstamos, su participación se mantiene invariable, representan el 51 %. <sup>140</sup>.

La reducción de la participación extranjera que comienza con la salida de hasta 8 bancos en un año (2002), continúa durante el resto del periodo, pasando de 40 entidades financieras en 2003 (13 de capital extranjero, 14 filiales de bancos extranjeros y 13 compañías financieras de capital extranjero) a 29 en 2012 (11 entidades de capital extranjero, 9 filiales de bancos extranjeros y 9 compañías financieras de capital extranjero), como puede observarse en los datos presentes en el cuadro 5.3. Esta reducción de entidades extranjeras lleva a un aumento de la participación de la banca privada nacional y de la banca pública en el escenario financiero local.

La menor extranjerización se reflejó en la reducción de la participación de la banca extranjera en los depósitos del conjunto del sistema financiero, que pasaron del 33,8 % al 26,5 % entre diciembre de 2003 y 2012. También se reflejó en la reducción de su participación en los préstamos, que pasaron del 37,1 % al 30,3 %, y en la de los activos que pasaron del 32,8 % al 27,5 % del total del sistema <sup>141</sup>.

La explicación de la disminución de los capitales extranjeros en el sector financiero está en el desplazamiento de éstos hacia sectores más dinámicos como, por ejemplo, el exportador (Cobe, 2009). Esta afirmación parece verificarse en el análisis realizado por Manzanelli y Schorr (2013, p.62) en torno a datos de la cúpula industrial argentina (100 mayores empresas). Este estudio muestra que las empresas de capital extranjero en el sector industrial pasaron de 53 a 70 entre 2001 y 2010. No sólo aumentó su nivel de concentración respecto a las ventas totales, pasando su participación del 57,6 % en 2001 al 70,8 % en 2010, sino que, además, el capital extranjero en este sector también concentró el 68,1 % de las ventas externas en el año 2010, siendo su participación en 2001 del 58,2 % (Manzanelli y Schorr, 2013b, p.66).

El aumento de la presencia de la banca pública se aprecia en el aumento de sus depósitos en el total del sistema, que pasan del 44,2 % en diciembre de 2003, al 46,3 % en 2012. En el mismo periodo, la participación de la banca pública en los préstamos aumentó del 30 % al 37,6 %, y, en el caso de los activos, su participación pasó del 36,7 % al 43,1 % del total <sup>142</sup>.

Estas mismas tendencias se verifican a nivel de conglomerados financieros, un elemento característico de la estructura del sistema financiero argentino. Estos conglomerados agrupan a empresas que actúan en más de un sector de servicios financieros como banca, seguros o intermediación con el mercado de valores. El sistema financiero argentino ha seguido la tendencia general a la formación de estos conglomerados

<sup>139</sup>Los 5 mayores bancos: 2 privados extranjeros (Banco Santander Río y BBVA Banco Francés), uno privado nacional (Banco de Galicia y Buenos Aires) y 2 públicos (Banco de la Nación Argentina y Banco de la Provincia de Buenos Aires).

<sup>140</sup>Realizamos la comparación con datos del 2001 en lugar del 2003 dado que no hemos podido acceder a estos últimos. No obstante, consideramos que es igualmente útil para reflejar el aumento de la concentración.

<sup>141</sup>Datos según el Balance del Sistema Financiero anexo al Informe de Bancos del BCRA.

<sup>142</sup>Según datos del Balance del Sistema Financiero anexo al Informe de Bancos del BCRA.

y a la universalización del negocio financiero, donde las operaciones financieras son difíciles de diferenciar y se acentúa la dificultad en la regulación de sus actividades, entre otras cosas por existir órganos reguladores para cada actividad, y, por ende, diversos criterios de regulación (Golla, 2006).

Golla (2006) realizó un análisis para el caso argentino en el que identificó el fenómeno generalmente liderado por un banco, y conformando el conglomerado con una compañía de seguros, un fondo común de inversión o una AFJP, o por empresas que actuaran en todos los sectores. En su análisis identificó las participaciones de capital de los bancos en otras entidades bancarias minoristas, considerando en el conglomerado los depósitos administrados por la entidad financiera controlada<sup>143</sup>. Una vez identificado un conglomerado se determinó si su origen era público o privado, y si se trataba de capital nacional (privado o público), cooperativo o extranjero, para tener una clara dimensión del fenómeno en el mercado doméstico. El análisis se realizó para el año 2004, con información de balances cerrados a diciembre de ese año. En 2010, Kupelian y Rivas (2011) realizan una actualización de este trabajo<sup>144</sup>.

**Cuadro 5.4: Conglomerados financieros en 2004.**

Banco nucleador	Empresas de Servicios financieros asociadas				administrados millones pesos
	AFJP	Compañía de Seguros	Fondo Común de Inversiones	Banco	
Banco de la Nación Argentina	Nación AFJP S.A.	Nación Retiro Nación Vida	Pellegrini S.A.G.F.C.I.	Nuevo Banco Bisel S.A.	21.180
BBVA Banco Francés S.A.	Consolidar AFJP S.A.	BBVA Seg. Generales Consolidar ART VIDA y Retiro	Francés Administradora de Inversiones S.A.G.F.C.I.		21.809
Banco Río de la Plata S.A.	Orígenes AFJP (69,4%)	Río Seg. Generales Int. Vida (59,2%) Orígenes Retiro (59,2%)	Santander Investment S.G.F.C.I.S.A.		17.345
Citibank NA	Siembra AFJP S.A.	Siembra Retiro Siembra Vida	Citicorp Inversora S.A.G.F.C.I.		13.701
HSBC Bank Argentina	Máxima S.A. AFJP	HSBC Buenos Aires HSBC NY Life Retiro HSBC NY Life Vida	HSBC Administradora de Inversiones S.A.S.G.F.C.I.		12.773
<b>Total</b>					<b>86.808</b>
<b>16 principales conglomerados</b>					<b>129.888</b>

Fuente: En “Dimensión de los conglomerados financieros: el caso argentino”. de Jorge Golla (2006)

En el cuadro 5.4 se identifican los 5 principales conglomerados financieros, que en 2004 actúan en el sector bancario, de pensiones, seguros y fondos comunes de inversión, según fondos administrados, aunque debe tenerse en cuenta que también actúan en otras compañías de servicios financieros como sociedades de bolsa, leasing, etc. Los primeros 5 conglomerados mantenían en 2004 el 66,8 % del total de los fondos del conjunto (resultado de dividir 86.808 por 129.888 millones de pesos), mientras que el conjunto de 16 principales conglomerados, a su vez, abarcaban el 79,7 % del total de fondos administrados por el sector financiero doméstico.

<sup>143</sup>En el estudio se utilizan datos oficiales del BCRA, la CNV, la SSN y la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP), obtenidos de sus publicaciones periódicas.

<sup>144</sup>Para esta actualización se utilizan además datos de La Cámara de Fondos Comunes de Inversión y balances bancarios.

**Cuadro 5.5: Conglomerados financieros en 2010.**

Banco nucleador	Empresas de Servicios financieros asociadas			Fondos administrados millones pesos
	Compañía de Seguros	Fondo Común de Inversiones	Banco	
Banco de la Nación Argentina	Nación Retiro S.A. Nación Seguros S.A.	Pellegrini S.A.	Bise, S.A.	147.150
Banco Provincia de Bs. As.	Internacional Vida S.A. (40,8%) Provincia Seguros S.A. (75%) Provincia ART S.A. Provincia Vida S.A. (45%)	Provifondos S.A.		40.760
Banco Santander Río S.A.	Santander Río Seguros S.A.	Santander Río Asset Managment S.G.F.C.I.S.A.		38.487
BBVA Banco Francés S.A.	BBVA Consolidar Seguros S.A. Consolidar ART S.A. Consolidar Cía. Seguros y Retiro	Francés Administradora de Inversiones S.A.G.F.C.I.		35.600
Banco Macro Bansud		Macro Fondos S.G.F.C.I.S.A.	Banco Tucumán (89,93%) Banco Privado de Inv. S.A. (98,9%)	34.088
<b>Total</b>				<b>296.085</b>
<b>16 principales conglomerados</b>				<b>446.111</b>

Fuente: En “Dimensión y regulación de los conglomerados financieros II: el caso argentino”. de Romina Kupelian y María Sol Rivas (2011).

Los datos para 2010 se encuentran en el cuadro 5.5 y muestran que la participación en los fondos conglomerados totales de los 5 principales conglomerados se redujo ligeramente al 66,4 % (resultado de dividir 296.085 por 446.111 millones de pesos), mientras que el total de fondos en manos de los 16 principales conglomerados, en el total de los fondos domésticos, fue del 74,45 % (Kupelian y Rivas, 2011, p.58) El número de entidades financieras que conglomeran disminuyó como consecuencia de la reducción de bancos comprados o absorbidos por otros, tal como puede verse en el cuadro 5.3.

En cuanto al origen de la propiedad, en 2004 el 59,9 % de los fondos administrados por los conglomerados pertenecían a entidades de origen extranjero, mientras que el 25,2 % del total era de origen público, el 10,9 % del total era de origen privado nacional y el 4 % restante era de origen cooperativo (Golla, 2006, p.27).

En 2010 se producen cambios muy significativos, el porcentaje de los conglomerados públicos aumentó al 42,1 % (casi se duplicó), el porcentaje de conglomerados formados por entidades extranjeras se redujo al 27,4 % del total, el porcentaje de fondos privados nacionales se elevó al 26,7 %, mientras que los fondos cooperativos se mantuvieron prácticamente sin cambios (3,9 %)(Kupelian y Rivas, 2011, pp.59-60).

Como puede verse en estos datos, se siguen las tendencias generales, aumenta la participación de los fondos públicos, en primer lugar, y de los fondos privados nacionales, en segundo lugar, con una significativa reducción de la participación de las entidades extranjeras. La principal diferencia es que el sector público pasa a ser el líder en la conglomeración financiera.

Según lo comentado en este apartado, la contracara de la retirada del capital extranjero ha sido el avance del capital nacional en el sector financiero, no sólo privado sino también público. Aunque este avance del sector público ha sido significativo, veremos a continuación si se ha transformado en una herramienta de cambio en el vínculo con el sector productivo o simplemente ha permitido subsanar algunas cuestiones sin

llevar a cabo una modificación profunda de esta relación.

### 5.2.2 La rentabilidad y el origen de los ingresos de las entidades financieras

Durante los primeros años del gobierno de Néstor Kirchner y, pese a la situación vivida en 2001, el desempeño del sector financiero fue notable (Peralta Ramos, 2007). Las razones de la recuperación del sector financiero se asocian a la continuidad de elevados ingresos por servicios pero también por las diferencias existentes entre los tipos pasivos (pagados a los ahorristas) y los tipos activos (cobrados a los prestamistas) durante el periodo. Otro de los factores que deben tenerse en cuenta son las ganancias obtenidas por la tenencia de deuda pública, resultado del rescate durante la crisis en 2002 y las características de la reestructuración a partir de 2005.

Justamente es durante este año cuando los índices de rentabilidad comienzan a recuperarse. En octubre de 2005 el responsable de la entidad ABA, que nucleaba a los bancos extranjeros, lo expresaba así: “el sistema financiero está en franca recuperación,(...) la estabilidad macroeconómica y las políticas fiscales y monetarias responsables constituyen una condición indispensable para que se consolide”<sup>145</sup>.

Como puede apreciarse en el gráfico 5.1 la rentabilidad del sector financiero, medida como las ganancias netas sobre el patrimonio neto, fue negativa hasta 2004, momento en el que comenzó a crecer de forma acelerada. En comparación con la rentabilidad del sector industrial vemos que esta última ha sido más variable en su tendencia: aunque hasta 2008 presentaba valores más elevados, ese año cae por debajo de la presente en el sector financiero y luego vuelve a crecer hasta igualar al sector financiero en 2010 y 2011. Debemos matizar que la rentabilidad que estamos teniendo en cuenta para esta comparación es la de grandes empresas industriales que cotizan en bolsa, con elevadas rentabilidades. En la comparación con el total de sectores de la economía vemos como se separan en 2008, con una distancia significativa y favorable al sector financiero.

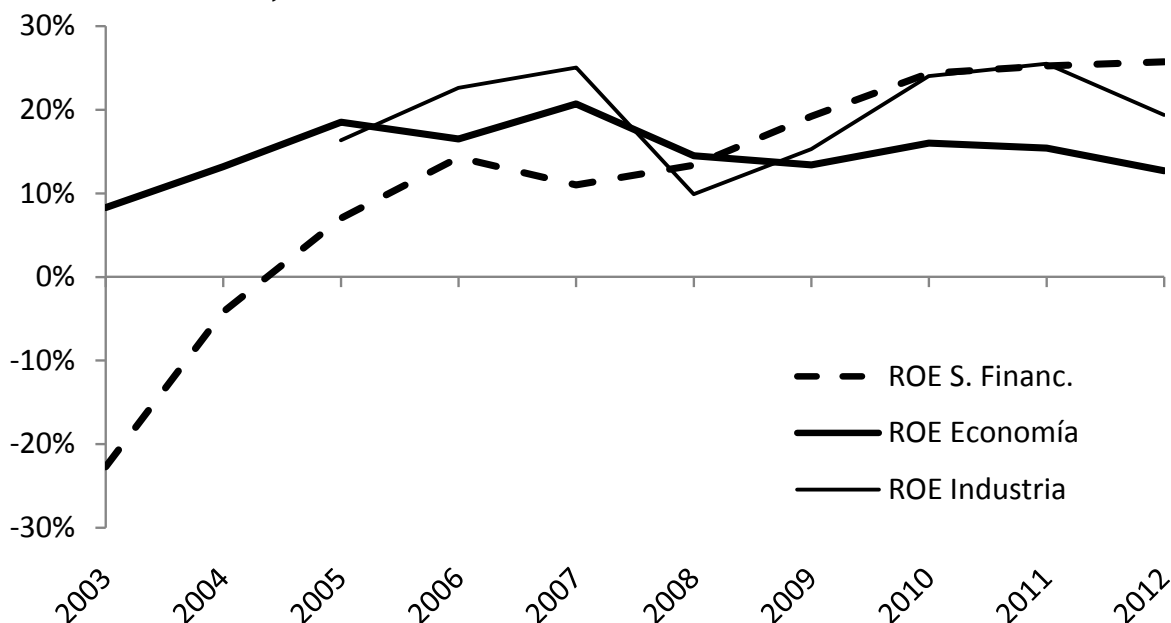
En el plano internacional, los bancos argentinos, junto con los venezolanos, han sido los más rentables de América Latina según los datos presentes en el “*Financial Soundness Indicator*” elaborado por el FMI<sup>146</sup>. Argentina, con niveles del 2,9 % para el ROA y del 25,7 % para el ROE, ha presentado rentabilidades más elevadas que algunos países desarrollados, como Estados Unidos y Nueva Zelanda. En 2012, según estos datos, los bancos de estos países presentaron ambos un ROA del 1,01 % y un ROE del 8,9 % en el caso de Estados Unidos y del 16,5 % en el caso de Nueva Zelanda. En el caso de los países europeos reviste una importancia mayor, pues algunos bancos que en sus lugares de origen presentaron rentabilidades negativas como resultado de la crisis que estaban atravesando estos países, generaron elevadas ganancias a través de los bancos instalados en el Argentina<sup>147</sup>.

<sup>145</sup> *La Nación*, 19 de octubre de 2005.

<sup>146</sup> Estos datos se encuentran en <http://fsi.imf.org/fsitable.aspx> Consultado el 15/09/2015.

<sup>147</sup> Es el caso del sistema bancario en España tuvo un ROA de -1,5 % y un ROE de 2,9 % en 2012.

**Gráfico 5.1: ROE del Sector financiero\*, de la industria\*\* y de todos los sectores de la economía\*\*\*, 2003-2012**



\* Los datos presentados en el Balance del Sistema Financiero presentado en el Informe de Bancos del Banco Central, de donde se han obtenido estos datos, se basan en los datos de los Balances no consolidados de bancos públicos y privados, compañías financieras y cajas de crédito.

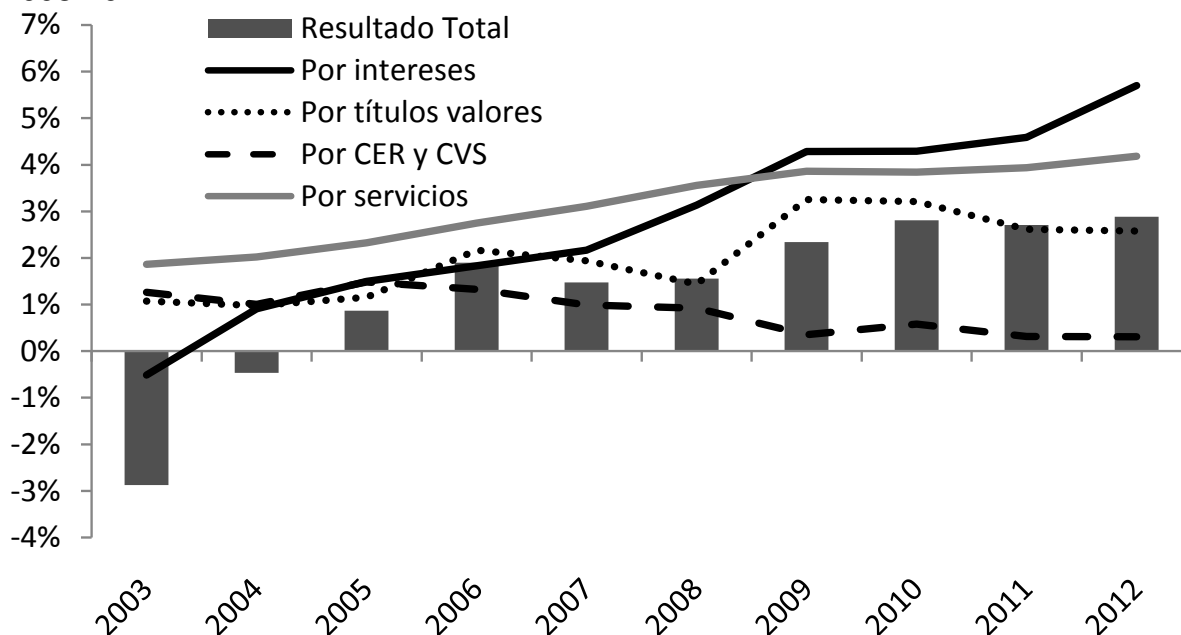
\*\* Los datos del ROE de la industria han sido calculados en base a 99 empresas que cotizaban en bolsa entre los años 2005 y 2012. Este cálculo se ha realizado ponderando la rentabilidad (*Return on Equity*) por los activos de cada empresa. Para más información sobre las empresas utilizadas de la base de datos ORBIS consultar los cuadros 7 y 8 del anexo estadístico.

\*\*\* Los datos del ROE del total de la economía se han extraído de “Ganancia en Argentina: una perspectiva empírica” de María Victoria Buccieri y Augusto Félix Solari, presente en el Informe Económico Trimestral n° 80, tercer trimestre de 2012, publicado por el Ministerio de Economía y Finanzas. Según los autores para el cálculo se han utilizado los datos 134 empresas de distintos sectores, industria, servicios, construcción, energía eléctrica, y petróleo y gas, que cotizaron en bolsa entre 1992 y 2012 obtenidos de la base de datos Económica.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Balance del Sistema Financiero del Informe de Bancos del BCRA, Base de datos ORBIS e Informe Económico n° 80 tercer trimestre 2012.

Durante 2003 el sector financiero registró pérdidas por 3.500 millones de pesos, pero en 2004 los balances de las entidades financieras habían salido del rojo, recuperándose de la profunda caída resultado de la crisis. Como puede observarse en el gráfico 5.2, los resultados como porcentaje de los activos “netos”<sup>148</sup> siguen una tendencia creciente.

**Gráfico 5.2: Resultados del Sector Financiero como porcentaje del activo neto\*, 2003-2012.**



\* El BCRA incluye en estos datos la información de los Balances no consolidados de bancos públicos y privados, compañías financieras y cajas de crédito. Más detalles en cuadro 9 del anexo estadístico.

Fuente: BCRA, Informe de Bancos, Balance del Sistema Financiero.

Pero, a pesar de la situación vivida en 2002 y 2003, el sector bancario ha sido el sector más rentable de la economía argentina desde 2010 y el más beneficiado durante el periodo 2005 - 2012<sup>149</sup>. La rentabilidad del sector se recupera a partir del 2004, tal como puede comprobarse en el gráfico 5.1.

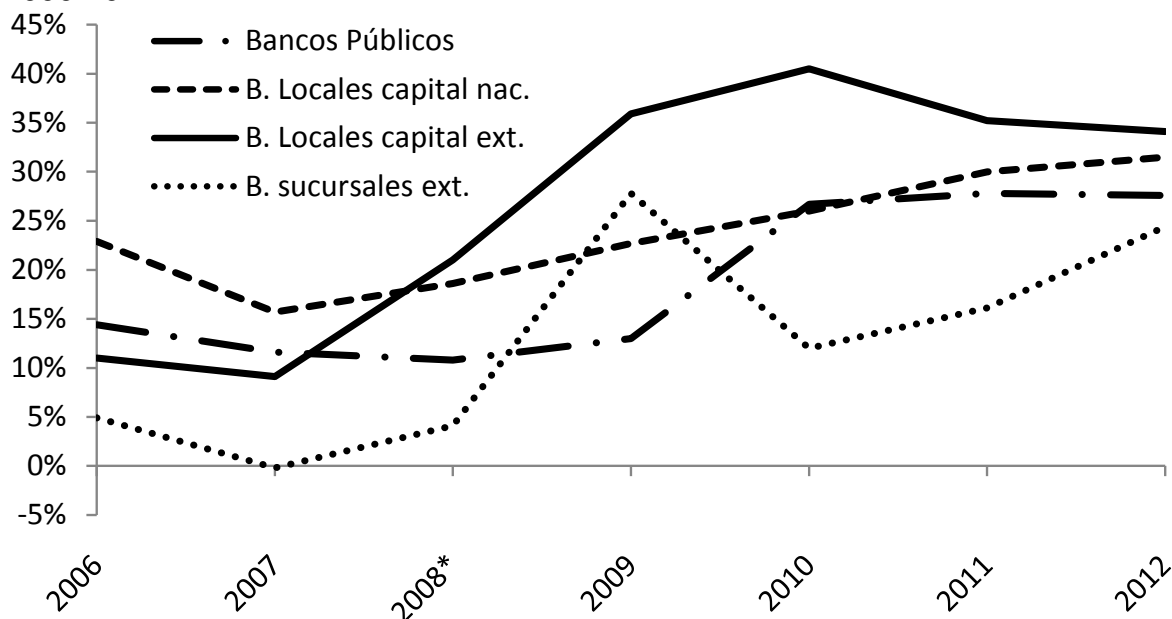
La banca local de capital nacional lideró los índices de rentabilidad hasta 2008, luego comparte protagonismo con la banca de capital extranjero. A partir de 2008 y hasta el final del periodo en 2012, los bancos locales de capital extranjero presentan un ROE superior, según los datos del gráfico 5.3. Si bien supera también los niveles de ROA de la banca nacional, la diferencia no es tan significativa y los niveles se equiparan a partir del 2011, como puede apreciarse en los datos del gráfico 5.4.

La banca pública mantiene su rentabilidad por encima de la banca local de capital extranjero entre 2006 y 2007 y, aunque a partir de entonces se mantiene por debajo de los dos grupos de entidades antes mencionados, su rentabilidad, expresada por ambos indicadores, crece en 2009, momento a partir del cual se mantendrá estable.

<sup>148</sup>Para el cálculo de los activos netos se han quitado las operaciones de pase, a término y contado a liquidar.

<sup>149</sup>Suplemento Cash, *Página 12*, 23 de marzo de 2014.

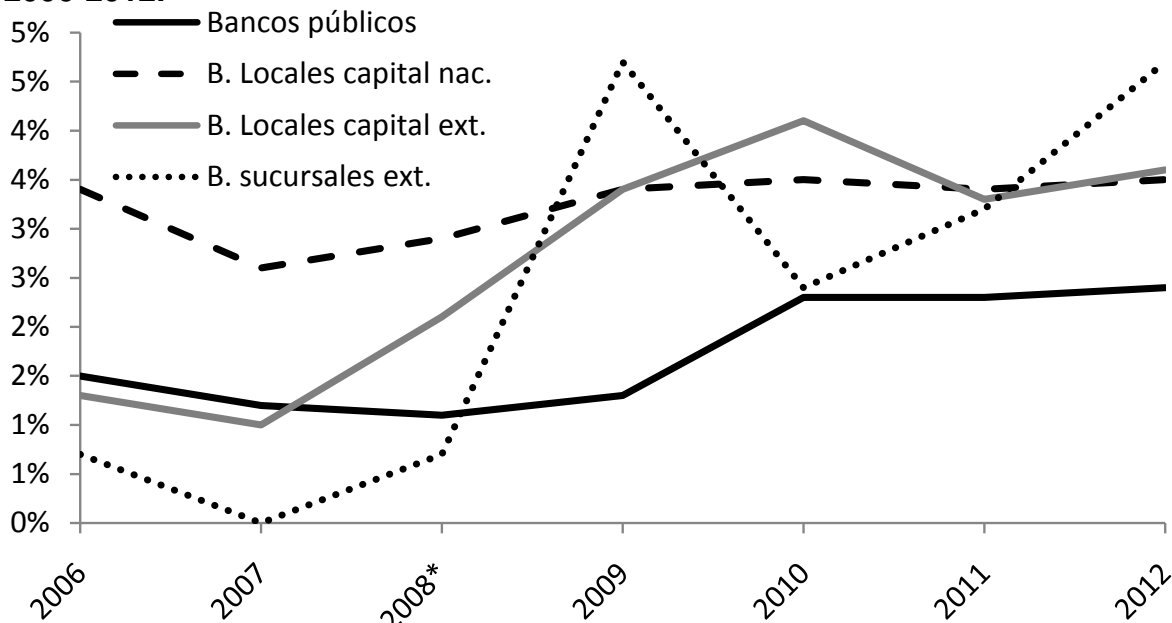
**Gráfico 5.3: ROE de grupos de entidades bancarias a diciembre de cada año, 2006-2012.**



\* Los datos para el año 2008 corresponden al mes de septiembre.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ranking de Bancos del ABA.

**Gráfico 5.4: ROA de grupos de entidades bancarias a diciembre de cada año, 2006-2012.**



\* Los datos para el año 2008 corresponden al mes de septiembre.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Ranking de Bancos del ABA.



Los niveles de rentabilidad de las sucursales extranjeras presentan un comportamiento más inestable. Es el grupo de entidades financieras con menor rentabilidad hasta 2008, cuando comenzaron a crecer, pero sin una tendencia continua, presentando un ROA más elevado incluso que los bancos locales de capital nacional y extranjero en los años 2009 y 2012, como puede apreciarse en el gráfico 5.4.

A pesar de la reducción de su participación, la banca extranjera encabeza los índices de rentabilidad a partir de 2008, especialmente los bancos locales de capital extranjero.

Resulta significativo esta transformación del sector bancario, siendo uno de los más perjudicados tras el estallido de la crisis de 2001, lo que nos lleva a plantearnos, cuál es el origen de sus ganancias.

El objetivo de resolver este interrogante es ubicar a la banca argentina dentro de la dinámica económica según su vínculo con otros sectores de la economía, a través de su actividad. Para ello, no sólo analizaremos el origen de sus beneficios sino también la composición de su activo. Luego, en el apartado siguiente, profundizaremos en el vínculo con el sector productivo.

Entre 2002 y 2008 la principal fuente de beneficios resultó ser el cobro de servicios, no obstante, la tenencia de títulos valores, y los ajustes por inflación y salarios también fueron positivos. En este último caso, se elevaron por el repunte inflacionario en 2005. La subida de los precios impactó en la rentabilidad de la deuda ajustable por CER en manos de los bancos y las AFJP (Peralta Ramos, 2007). Si bien las ganancias de las administradoras estaban enlazadas a las comisiones cobradas a las aportaciones de los trabajadores, se encontraban en posesión de una importante cartera en deuda ajustable por CER, por lo que también se vieron favorecidas por el crecimiento de la inflación.

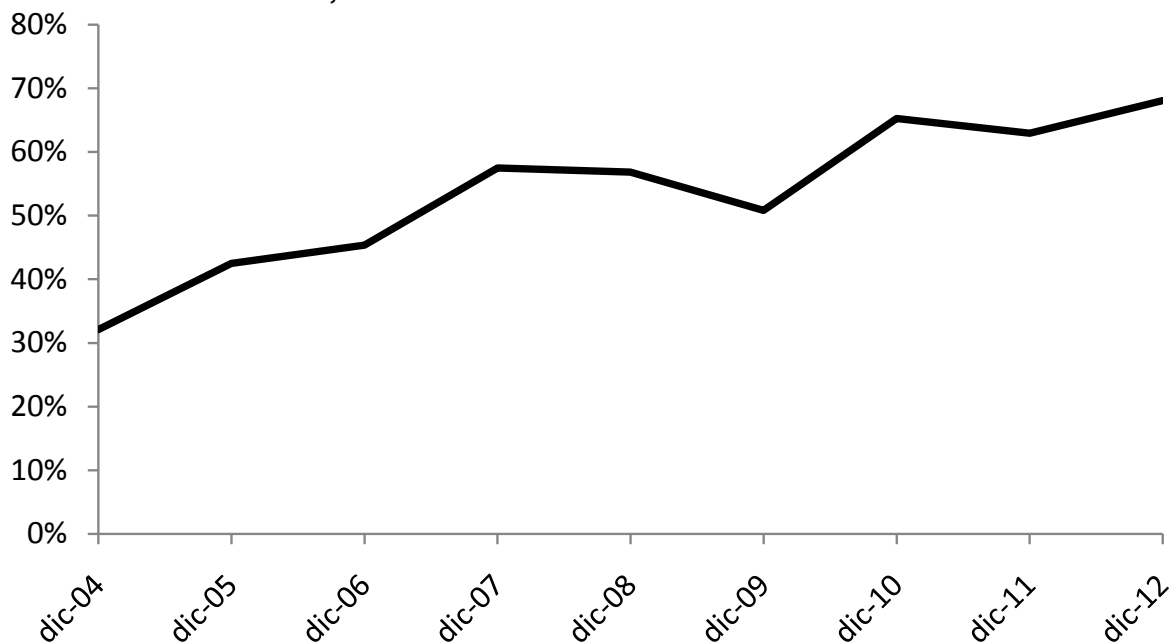
La tenencia de títulos públicos contribuyó a la recuperación de los beneficios del sector, y aunque su trayectoria no fue continua, como puede apreciarse en el gráfico 5.2, a partir de 2007 se convirtió en la tercera fuente procedencia de beneficios. En este caso, es preciso considerar las tenencias de títulos del Banco Central, puesto que en su mayoría están en manos de los bancos, siendo el componente principal de su cartera de títulos públicos desde 2007.

Tal como puede observarse en el gráfico 5.5, el 32 % de la tenencia de títulos públicos en los activos del sistema financiero estaba formada por NOBAC y LEBAC en diciembre de 2004. En 2012 este porcentaje se elevó al 68 %. La influencia de los beneficios provenientes de los títulos emitidos por la entidad financiera central es significativa en el conjunto de la tenencia de títulos públicos, teniendo en cuenta que su participación en ese conjunto es creciente en el tiempo y mayoritaria a partir de 2007. Por otro lado, la rentabilidad de los NOBAC y LEBAC creció del 5,8 % en 2004 al 12,8 % en 2008, alcanzando su nivel máximo en 2011, 13,6 %<sup>150</sup> (gráfico 4.7). El tipo de interés promedio anual pagado por los LEBAC en 2012 ascendía al 14,3 %, según datos de Relevamiento de expectativas de mercado del Banco Central.

---

<sup>150</sup>Calculada como porcentaje de los intereses pagados en el stock de títulos emitidos.

**Gráfico 5.5: Porcentaje de NOBAC y LEBAC en el total de títulos públicos en las entidades financieras, 2004-2012.**



\* Para más detalle véase cuadro 10 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Balance del Sistema Financiero realizado por el BCRA.

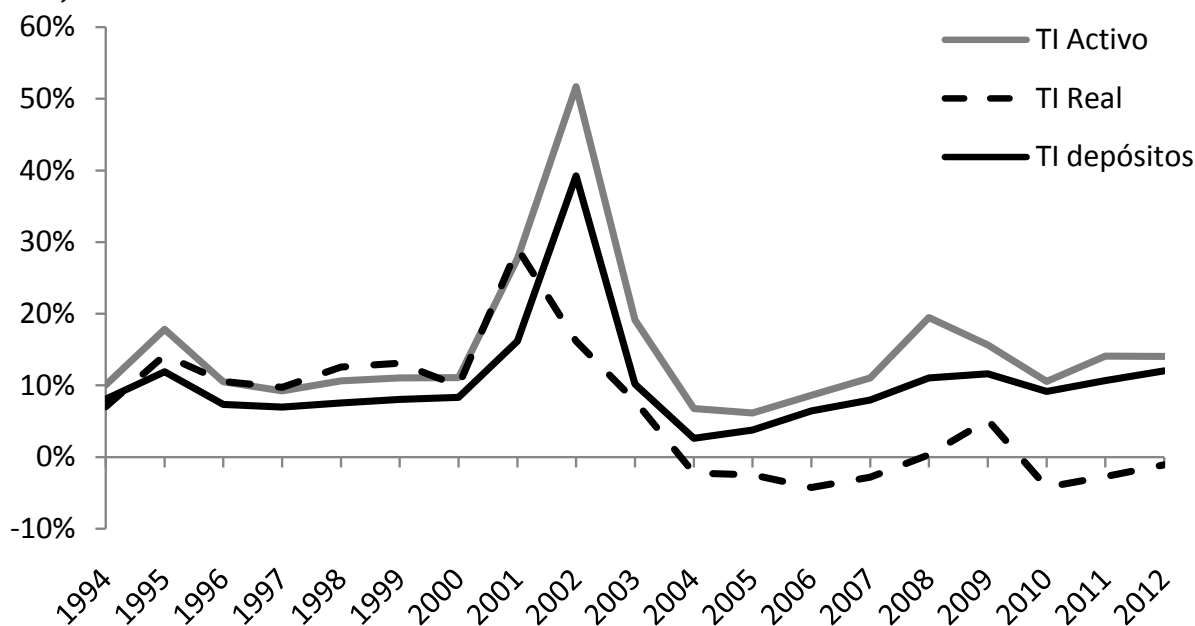
Es plausible inferir, entonces, que la rentabilidad de estos títulos influyera en los tipos de interés activos, afectando, de esta forma, a la financiación que las entidades financieras dan a las empresas y, en última instancia, a la inversión en el largo plazo.

No obstante, no puede establecerse una comparación con lo que acontecía en los años noventa ya que existen diferencias. Como hemos dicho antes, la financiación que el sistema financiero otorga al Banco Central, adquiere relevancia en la medida que permite la sostenibilidad del funcionamiento del modelo macroeconómico. Sin embargo, la importancia de los títulos públicos, en general, como activo se reduce, cuestión que abordaremos con más detalle en el siguiente apartado. Esto hace que su influencia como actividad no tenga la misma entidad que en aquel entonces. En segundo lugar, la tenencia de estos títulos por parte de la banca pública irá aumentando hasta superar el 50 % en 2007, mientras que antes de la crisis era la banca privada la que más participaba en el negocio de la deuda pública (Cobe, 2009). Es decir, hay una importante financiación de la banca pública al Estado y al Banco Central, como se ha podido analizar en el capítulo 4. La importancia de que parte de su actividad esté orientada a la tenencia de títulos públicos es el papel que jugará el sector financiero a partir de ello.

Como comentamos al inicio de este epígrafe, la recuperación de la rentabilidad fue propiciada, entre otros factores, por la diferencia entre tipos activos y pasivos. El tipo de interés activo que se cobraba en operaciones de créditos se recuperó en 2005. A partir de 2007, se mantuvo por encima del 10 %, llegando al 14 % en 2012. La tasa pasiva pagada a los depósitos rondó, en promedio, el 4 % anual en 2005, llegando al

12 % al final del periodo. Como se puede apreciar en el gráfico 5.6, la diferencia entre ambas se mantiene, acentuándose en algunos momentos, como en 2008, cuando la diferencia llega a los 8 puntos porcentuales. En este punto, es preciso tener en cuenta que los tipos de interés activos varían de manera significativa, de acuerdo al tipo de crédito al que pertenecen. Lo mismo ocurre con los depósitos.

**Gráfico 5.6: Tipos de interés activo, tipo de interés depósitos y tipo de interés real, 1994-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

En el gráfico 5.7 vemos que, en diciembre de 2005, el tipo de interés aplicado a tarjetas de crédito y préstamos personales rondaba el 25 %. En 2012 el interés aumentó al 34,3 % para este tipo de préstamos. El tipo de interés real de estos créditos es positivo y elevado teniendo en cuenta que la inflación en 2005 fue del 11 %, según datos del INDEC<sup>151</sup>, y en torno al 25,3 % en 2012 según el IPC publicado por el Congreso de la Nación, IPC alternativo que incluimos en el cálculo debido a la polémica existente sobre la veracidad de los datos oficiales.

En cuanto al comportamiento del tipo de interés real, a finales del 2003 se revierte la tendencia presente en los años noventa, cuando superaba el 10 % (29 % en la crisis), manteniéndose negativo incluso en 2007, como puede apreciarse en el gráfico 5.6. Entre 2008 y 2009 se vuelve positivo, momento en el que la crisis internacional impacta en la economía argentina, en general, y en el sistema financiero en particular (Golonbek y Mareso, 2011) y, aunque vuelve a ser negativa, se irá reduciendo hacia el final del periodo.

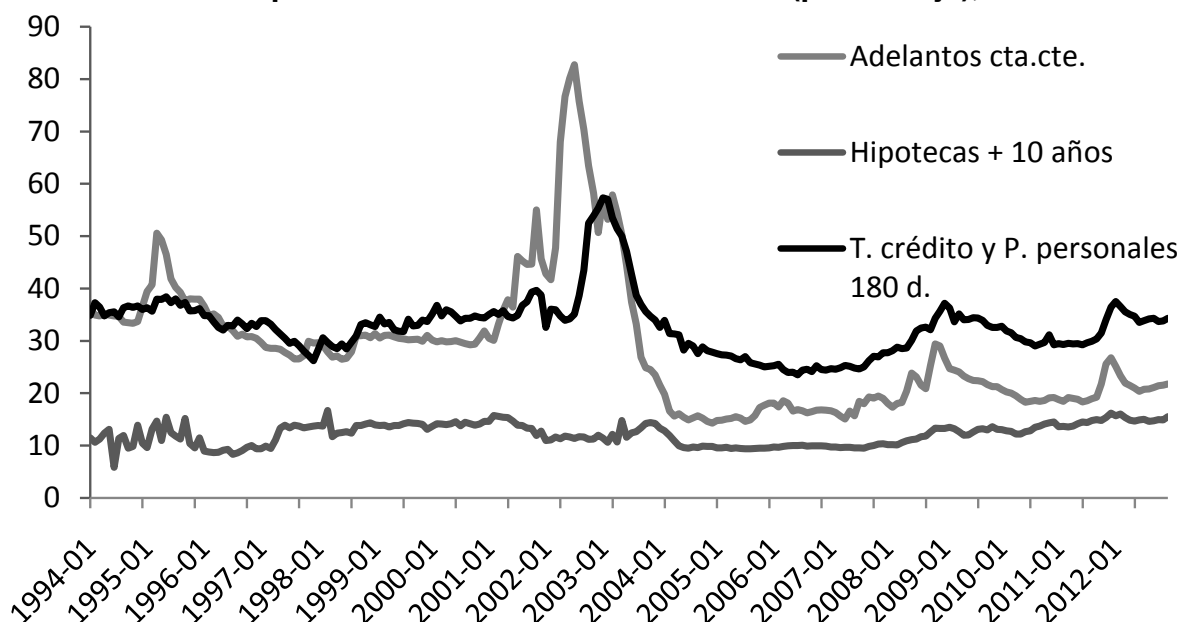
Resulta interesante la comparación con lo sucedido en la década anterior, razón por la que incluimos estos datos en el gráfico. En la década de 1990 los intereses se elevaban progresivamente como efecto de la necesidad de financiación de la economía, que necesitaba de una corriente continua de capitales extranjeros. Éstos se

<sup>151</sup> Dato anterior a la modificación de la metodología del cálculo del IPC en 2007.

dirigían a inversiones en bonos del Estado, lo que requería que esta deuda ofreciera intereses cada vez más jugosos. La situación de elevado endeudamiento y desequilibrios internos llevó a que la prima de riesgo país se elevara, impactando también en los tipos de interés. El tipo real de interés se elevó hasta alcanzar el 29% en 2001. La idea de un tipo de interés real negativo puede llevar a la concepción errónea de que el capital financiero está siendo perjudicado, y que el sector productivo y el resto de los sectores de la economía están siendo financiados de forma barata. Incluso podría pensarse que la punción financiera ha retrocedido en importancia. Pero para poder analizar este dato con más precisión y ver su significado debemos tener en cuenta otros elementos en el análisis.

Como hemos visto, determinados tipos, como por ejemplo, el aplicado a la financiación al consumo, mantienen un tipo real positivo y bastante significativo. Es decir, hay actividades, en especial las que ocupan un lugar destacado en los créditos, en las que los tipos activos reales son positivos.

**Gráfico 5.7: Tipos de interés nominales anuales (porcentaje), 1994-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central (BCRA).

Además de este elemento, es preciso tener en cuenta que el tipo de interés, en el caso de un país como Argentina, debe analizarse en términos relativos con los tipos de interés internacionales, a los que suele superar, como puede apreciarse en el gráfico 5.8 en donde se reflejan los datos de la tasa Libor y de la tasa interbancaria argentina (Baibar). Estos tipos no sólo se aplican al capital nacional, también al internacional, lo que significa un elevado diferencial para las inversiones extranjeras, beneficiando operaciones de descalce.

Por otro lado, si bien la inflación estaría afectando al tipo de interés real, a su vez habría generado beneficios a través de la deuda ajustable por CER, especialmente entre los años 2004 y 2007, mayoritariamente en manos de los bancos y de las AFJP (los bonos cuasi-Par fueron diseñados para sustituir la deuda en default con estas

instituciones). Los ingresos provenientes por el ajuste del CER y CVS mantienen una participación por encima del 30 % del margen financiero en 2004 y 2005, según el gráfico 5.9, y aunque su participación se va reduciendo, conservan una participación del 17 % en 2007. A partir de 2008, sin embargo, el porcentaje se reduce visiblemente, llegando al 3 % al final del periodo, dado que el Estado recupera buena parte de esta deuda a través de la nacionalización de las AFJP y del impacto de la modificación del cálculo subvalorado del IPC en 2007.

En este sentido, y a pesar de lo sucedido en 2008, la indexación de los bonos se trató de un privilegio que no se aplicó a los sueldos congelados y las jubilaciones atrasadas. Peralta-Ramos (2007, p.422) dice al respecto:

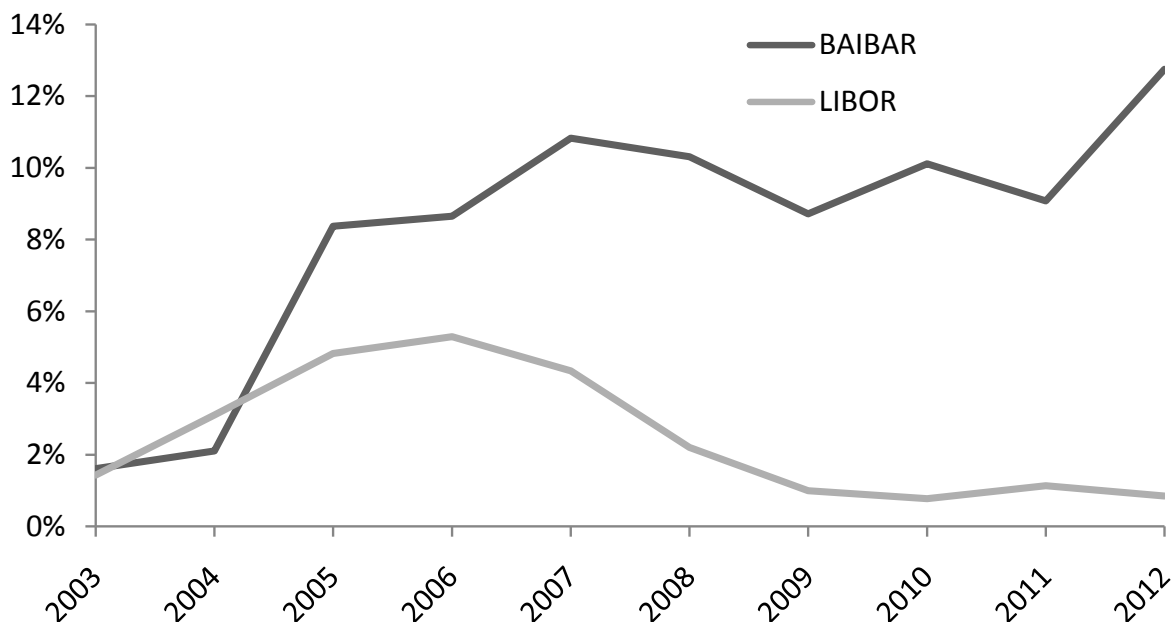
Mientras el sector financiero permanecía a salvo de la inflación, el resto de la sociedad - y en particular asalariados y jubilados - no lo estaban, financiando así con su pérdida de ingresos las ganancias de los poseedores de deuda pública. Como resultado de la inflación en 2005, la deuda pública se elevó cerca de 4 mil millones de dólares. Esto representó el equivalente de cuatro planes Jefas y Jefes de Hogar de todo un año, indicando, una vez más, la estructura regresiva de los ingresos que predominaba en Argentina a finales del 2005: una fracción de capital financiero capitalizaba en un mes mucho más de lo que recibía en 12 meses un millón y medio de desempleados.

Grasso y Banzas (2006) realizan un cálculo del tipo de interés implícito para los años 2003, 2004 y 2005, teniendo en cuenta los ingresos por ajuste del CER y el CVS como parte de los intereses cobrados y pagados. En 2003 el *spread* estaría en torno al 14,63 %, en 2004 en torno al 12,96 % y en 2005 giraría sobre el 13,47 %, mientras que excluyendo estos ajustes los porcentajes serían 6,95 %, 8,05 y 8,39 % respectivamente (Grasso y Banzas, 2006, p.31). Pese al interés real negativo, se han establecido otros canales por los cuales el capital financiero ha conservado sus rentas, además de los mecanismos que mencionamos en este apartado, los dividendos también han seguido una trayectoria creciente, como veremos en los capítulos siguientes.

Otro dato relevante que pone de manifiesto el hecho de que el sector financiero continúa siendo uno de los sectores más rentables de la Argentina, es el lugar que los grupos financieros y los bancos tienen en el ranking de las empresas que más venden, publicada por la Revista Mercado en 2012. Según esta publicación, 5 de los principales grupos financieros se encuentran dentro de los primeros 50, y 27 entidades financieras se encuentran entre las 100 empresas con mayores ventas, tal como puede apreciarse en los cuadros 5.6 y 5.7 respectivamente.

Tres conglomerados financieros están dentro de los 10 grupos económicos argentinos que más facturan (cuadro 5.6) y el 27 % de las empresas incluidas en las 100 principales son bancos (cuadro 5.7). El Banco Nación (puesto 2), el Banco Santander (puesto 4), el Banco Macro (puesto 7), el Banco Ciudad de Buenos Aires (puesto 9) y el Banco Galicia (puesto 10) se encuentran dentro de las 10 primeras posiciones del ranking de empresas. La mitad de las empresas en las 10 primeras posiciones son entidades financieras, muestra clara de la posición que el sector tiene en la clase dominante.

**Gráfico 5.8: Tipos BAIBAR y LIBOR nominal anual, 2003-2012\*.**



\* Los datos corresponden al último dato del mes de diciembre de cada año.

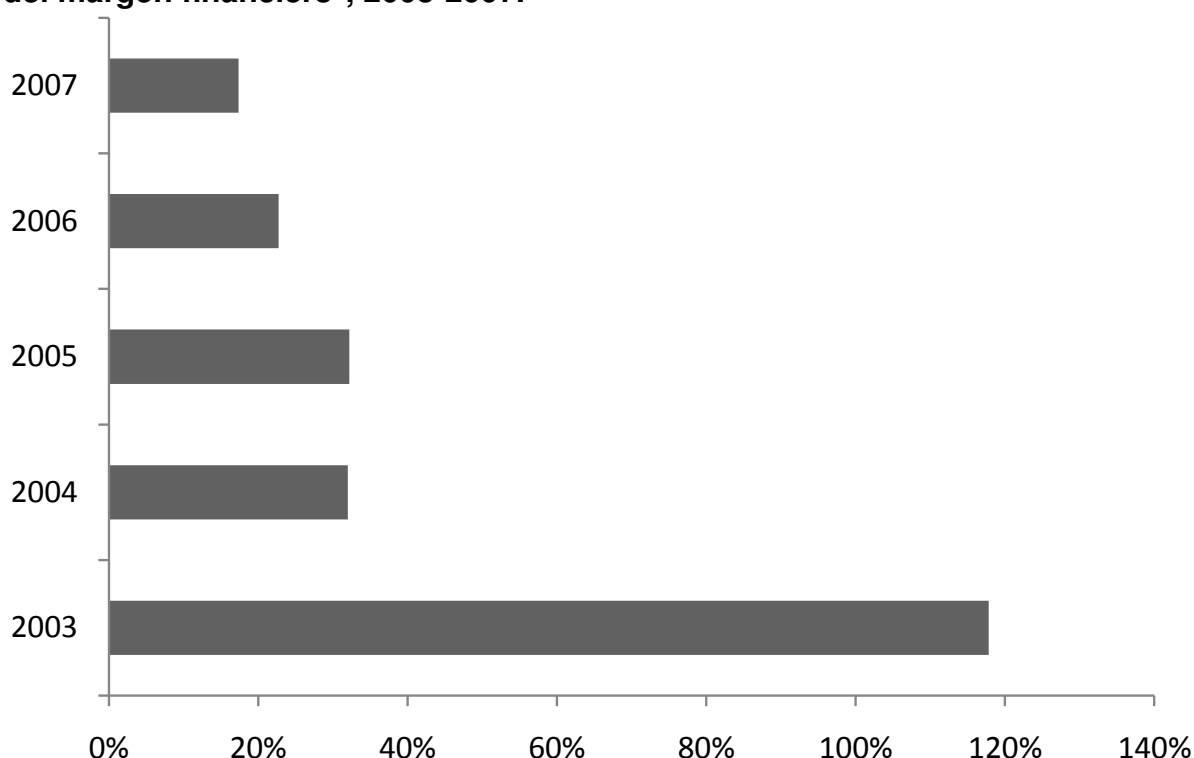
Fuente: elaboración propia en base a datos de las principales variables y series del Banco Central (BCRA)

**Cuadro 5.6: Grupos financieros (conglomerados) que más vende entre los primeros 50 en 2012**

Grupo	Posición ranking
Banco Nación	3
Grupo financiero Galicia	6
Banco Provincia de Buenos Aires	9
Santander Río	10
BBVA	14
HSBC	21

Fuente: *Revista Mercado*

**Gráfico 5.9: Porcentaje de los resultados por ajuste de CER y CVS sobre el total del margen financiero\*, 2003-2007.**



\* El Banco Central incluye en estos datos la información de los Balances no consolidados de bancos públicos y privados, compañías financieras y cajas de crédito. Para más detalle véase cuadro 10 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Balance del Sistema Financiero elaborado por el BCRA.

Hemos podido ver en este apartado que los bancos se recuperan, y con creces, del golpe recibido a principios del siglo XIX. En cuanto a su estructura de propiedad se produce un retroceso del capital extranjero, y un avance del capital nacional y del sector público de forma muy significativa. No sólo recupera su rentabilidad sino que rápidamente se convierte en uno de los sectores más rentables de la economía argentina, liderando esta recuperación los servicios y la diferencia entre tipos activos y pasivos. Por otro lado, la tenencia de títulos públicos y los ajustes por CER y CVS también generan ganancias, con una importancia menor pero con implicaciones relevantes. En el primer caso, su importancia se revela por el papel de la banca (y del resto del sector financiero) en la sostenibilidad del modelo macroeconómico y por su función de financiador del Banco Central, principal prestamista interno del Estado. En el segundo caso, su relevancia pasa por ser el mecanismo amortiguador de las pérdidas del sector causadas por la inflación (tipo de interés real negativo).

Aunque lo hemos comentado en cada gráfico, los datos del sector financiero que publica el BCRA corresponden a los balances no consolidados de bancos públicos y privados, compañías financieras y cajas de crédito. En varias ocasiones nos referimos al sector bancario pero dentro de estos datos hay un porcentaje que corresponde entidades financieras no bancarias, aunque este porcentaje es minoritario.

**Cuadro 5.7: Bancos que más ganaron entre las primeras 100 empresas en 2012**

<b>Empresa</b>	<b>Posición</b>	<b>Ranking</b>
Banco Nación		2
Banco Santander		4
Banco Macro		7
Banco Ciudad de Buenos Aires		9
Banco Galicia		10
BBVA Banco Francés		11
Citibank		13
HSBC Bank Argentina		15
Banco Patagonia		16
Banco Provincia de Buenos Aires		23
Banco San Juan		24
Nuevo Banco de Santa Fé		25
Tarjetas Reginales (Holding Comp. de tarjetas de crédito de consumo)		26
ICBC (Ex Standard Bank)		28
Banco Credicoop		29
Tarjeta Naranja (servicios financieros de consumo)		33
Banco Superville		36
Banco Hipotecario		39
Caja de Seguros Generales		52
Banco Provincia de Córdoba		64
American Express		67
Nuevo Banco de Entre Ríos		79
Banco Santiago del Estero		80
Financiera Argentina		82
Visa Argentina		84
Banco Tucumán		96
Banco Comafi		98

Fuente: *Revista Mercado* (2012)

A pesar de existir algunas variaciones, las entidades financieras no ocupan una posición diferente, por lo menos en lo que respecta a sus privilegios en términos de rentabilidad. Se recupera ampliamente de las consecuencias de la crisis y presenta niveles de rentabilidad superiores al conjunto de la economía.

Las ganancias del sector provienen, mayoritariamente, desde los canales del crédito al consumo y de los títulos del sector público. Los canales de la producción son menos importantes.

A continuación analizaremos este incremento en el flujo del crédito hacia el sector privado, lo que nos permitirá aproximarnos más al papel que el sector financiero ocupa en la economía argentina en los años de post-convertibilidad.

### **5.2.3 La orientación del crédito y la financiación al sector productivo**

En este apartado veremos cuál ha sido el vínculo del sector de la banca con el sector productivo. A partir del análisis de la evolución del crédito, la composición de los activos y el destino de la financiación desvelaremos la naturaleza de dicho vínculo.

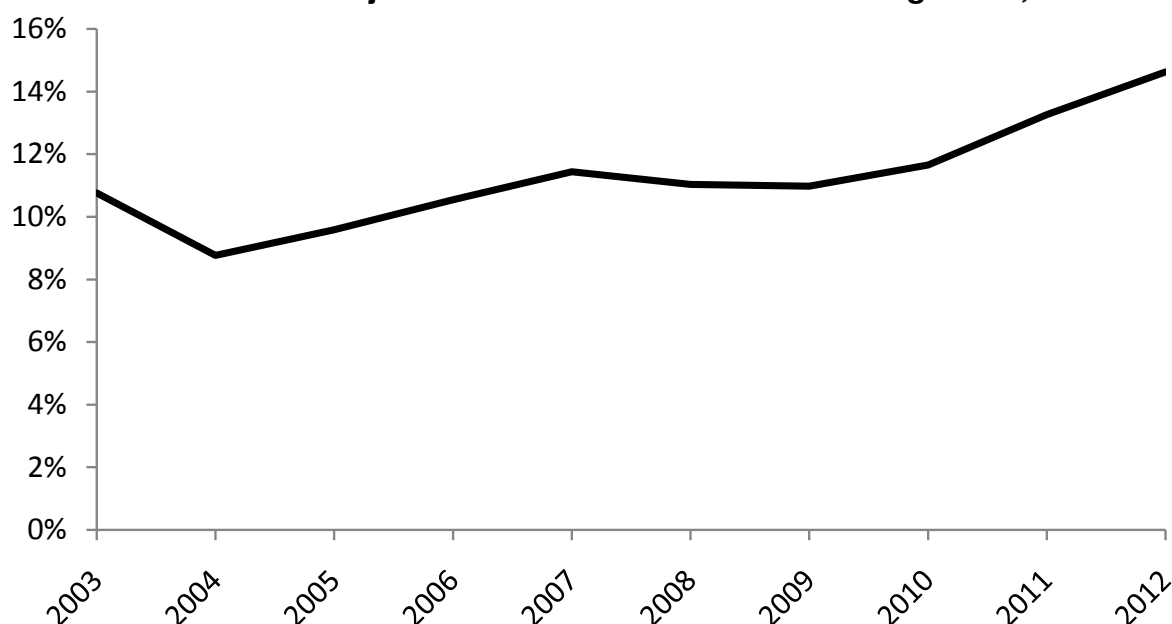
Como porcentaje del PIB, el crédito al sector privado se recupera en este periodo



como puede verse en el gráfico 5.10. En 2003 representaba el 11,4 % del PIB y, pese a la caída del año siguiente, siguió un camino ascendente hasta llegar al 14,6 % en 2012.

Más allá de este crecimiento, no ha modificado ciertas tendencias relacionadas con la concentración regional y el sesgo hacia las grandes empresas. En 2012, el 50 % de los préstamos se localizaban en Capital Federal y el Gran Buenos Aires. Este mismo año los préstamos que superaban los 100 millones de pesos (20,5 millones de dólares a diciembre de ese año) representaron el 58,5 % del total de préstamos a personas jurídicas<sup>152</sup>.

**Gráfico 5.10: Porcentaje de crédito interno en el PIB en Argentina, 2003-2012.**



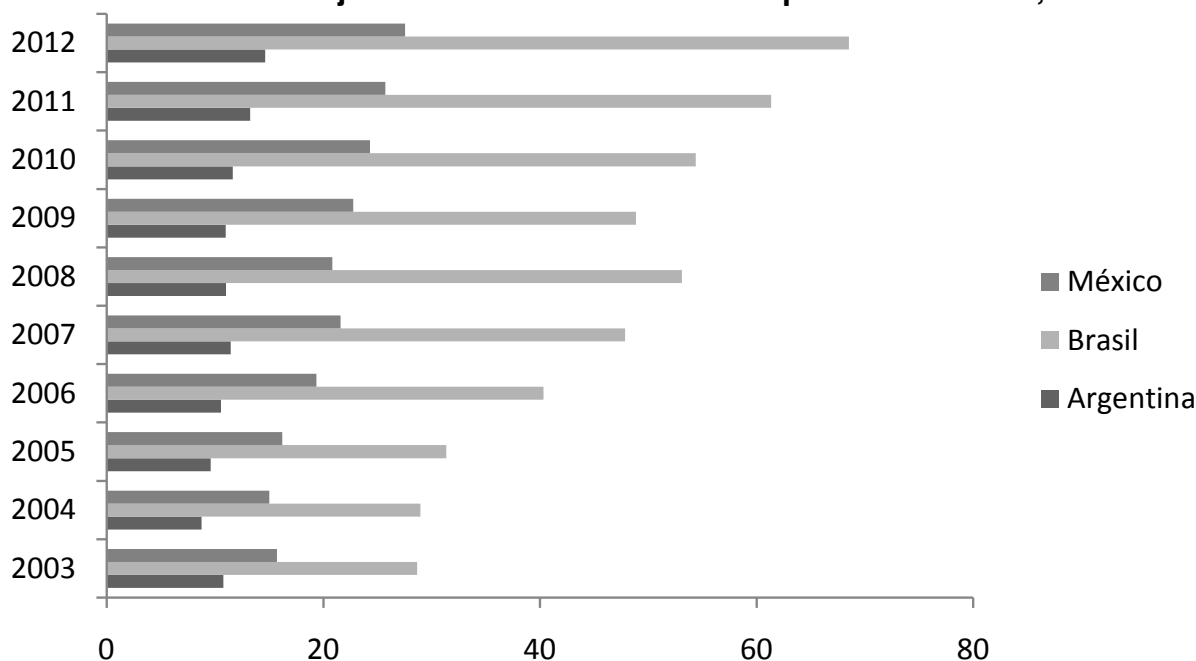
Fuente: Banco Mundial.

Por otro lado, la proporción en el PIB del crédito privado, incluso al final de la década, resulta baja en términos relativos respecto de los niveles que poseen otros países de América Latina (Golonbek y Mareso, 2011). En el gráfico 5.11 podemos apreciar una comparación con Brasil y México: en el caso de Brasil, superaba el 68 % del PIB en 2012, y, en el caso de México, es algo mayor al 27 % del PIB.

Como parte de los activos del sector financiero, los créditos al sector privado han seguido una tendencia creciente, partiendo del 20,5 % del total de los activos en 2000, hasta llegar a representar el 48,6 % en 2012. Hemos incluido el año 2002 en el gráfico 5.12 para poder apreciar el cambio de tendencia que se produce después de la crisis respecto a la financiación del sector público y privado. Aunque los títulos públicos crecieron como componente de los activos hasta 2005, los préstamos al sector público, que al inicio del periodo superaban a los privados, decrecieron desde entonces hasta llegar al 5,1 % en 2012.

<sup>152</sup> Datos según el Boletín Estadístico del Banco Central (Deuda por tramo).

**Gráfico 5.11: Porcentaje de crédito interno al sector privado en el PIB, 2003-2012.**



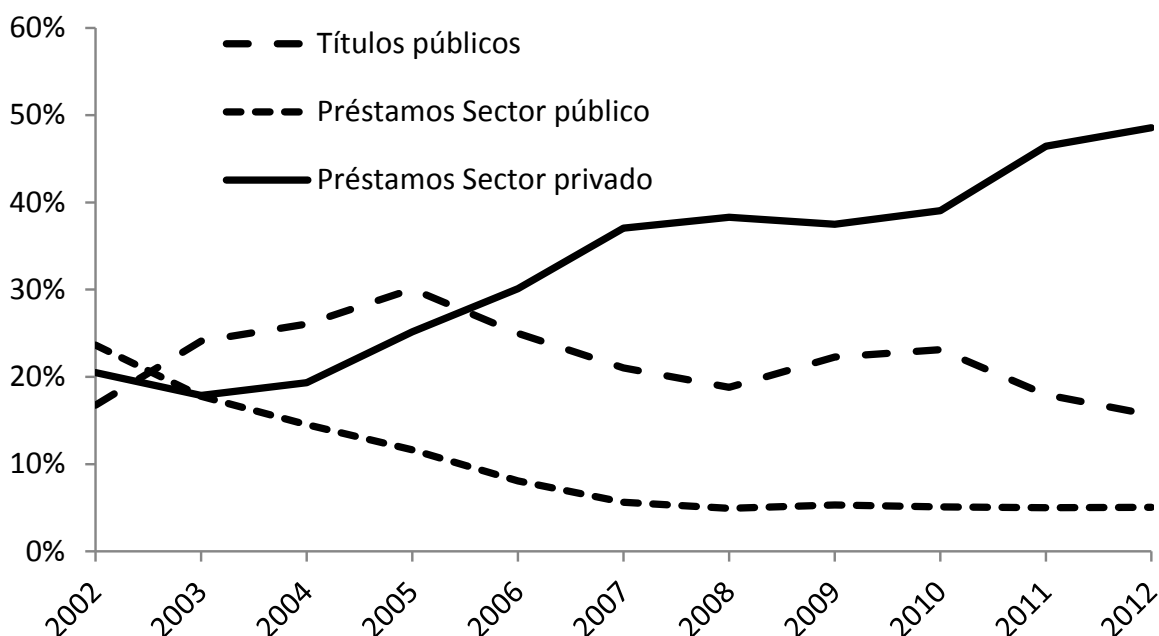
Fuente: Banco Mundial.

El tercer componente que aparece en el gráfico 5.12 son los títulos públicos que como ya comentamos, crecen como porcentaje del activo del conjunto de entidades financieras hasta 2005. A partir de entonces comienza a descender su participación hasta llegar a un mínimo del 15,6% en 2012, porcentaje que no se aleja tanto del 16,8% de 2002. Pese a la pérdida de importancia como activo, sus beneficios mantienen una tendencia creciente, pasando del 1,1% del activo neto al 2,6% (gráfico 5.2). Es decir, su aportación a las ganancias financieras crece a pesar de reducirse su importancia como activo, lo que nos da una idea de la relevancia de las rentas provenientes de los títulos del sector público, en especial de los títulos del Banco Central.

El cambio de tendencia que mencionamos sobre la composición del crédito podría significar un aumento de financiación al sector productivo, lo que implicaría una alineación de los bancos y, por lo tanto, del capital financiero al proyecto productivista pregonado por el gobierno.

En este sentido vemos en el gráfico 5.13 que los créditos destinados al consumo (préstamos personales y tarjetas de crédito) pasaron a representar del 15% al 38,8% del total de los préstamos dirigidos al sector privado entre 2003 y 2012. Por su parte, los préstamos comerciales (documentos, adelantos y otros) no variaron de forma significativa, pasaron del 40,5% al 44,6% del total en el mismo periodo. En cuanto a los préstamos con garantía real, la financiación a largo plazo (prendarios e hipotecarios) cayó, pasando del 44% al 16,7% del total de préstamos entre 2003 y 2012. En este mismo periodo los préstamos al consumo crecieron un promedio anual del 45,3%, los comerciales 32,9% y los préstamos de garantía real 20,5%.

**Gráfico 5.12: Porcentaje de activos de las entidades financieras en el total, 2002-2012.**



\* Para más detalle véase cuadro 10 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos de los estados contables del Sistema Financiero realizado por el Banco Central (BCRA).

Golonbek y Mareso (2011, p.18), en su estudio sobre los primeros 15 bancos de la Argentina, dicen que, dentro de los préstamos al consumo, los que más se expanden son las tarjetas de crédito, un 145 % entre 2007 y 2010. Le siguen en importancia la financiación de las exportaciones. En el primer semestre de 2012 las tarjetas de crédito representaban el 15 % de los créditos y los préstamos personales el 20 %, según datos del Boletín de estabilidad financiera publicado por el BCRA<sup>153</sup>.

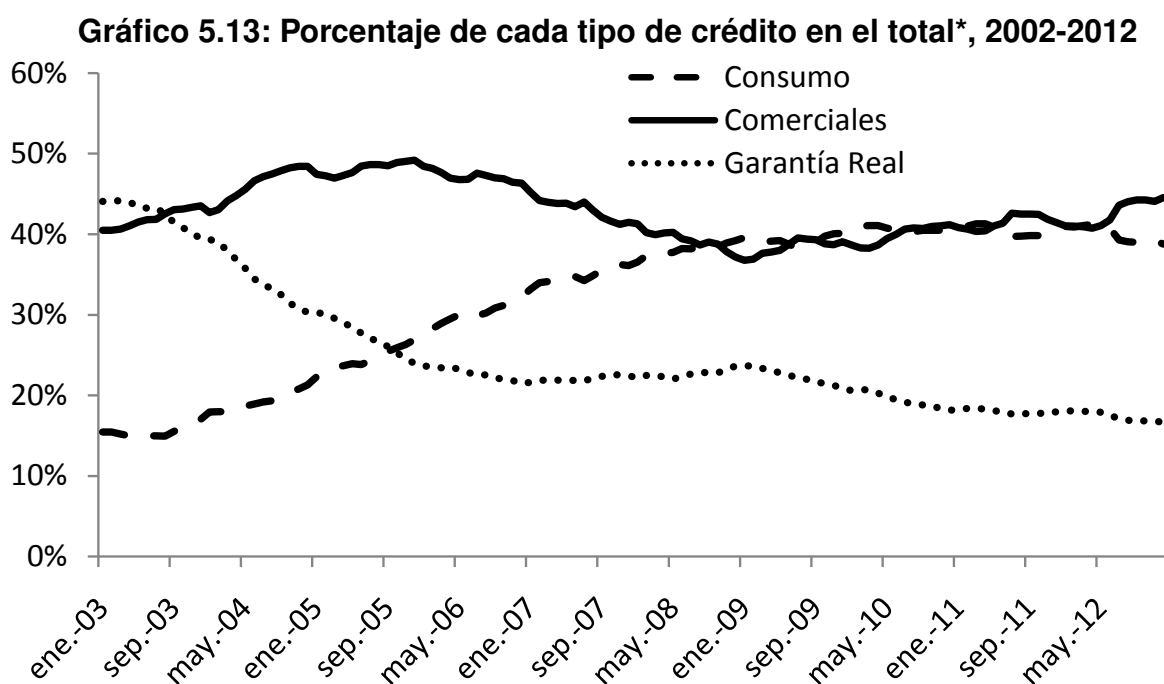
Lo dicho con respecto a la orientación del crédito se ratifica con los datos del cuadro 5.8, que indican que una porción muy significativa del crédito se dirige hacia las personas físicas. Entre 2003 y 2012 aumentó en un 16,9 %, pasando del 16,4 % al 33,3 % del total de la financiación al sector privado. La porción de créditos hacia la industria manufacturera también aumentó pero en un porcentaje menor (8,2 %), en 2003 representaba el 8,8 % del total de los préstamos, mientras que en 2012 era del 17 %. No obstante, para matizar ambos aumentos hemos incluido los datos desde 1990. La recuperación de la financiación a la industria apenas crece por encima de la presente

<sup>153</sup>En 2012 se establecieron límites a los intereses cobrados a través de este instrumento. Comunicación "A" 5323, se estableció que las entidades financieras no podrán emplear en la financiación con tarjeta de crédito tipos que superen en más de un 25 % a aquella que resulte del promedio de las tasas de interés que la entidad haya aplicado "durante el mes inmediato anterior", ponderadas por el correspondiente monto de préstamos personales (sin garantías reales) otorgados en igual período. Las empresas emisoras no bancarias no podrán aplicar tasas que superen en más de 25 % al promedio del sistema financiero para operaciones de préstamos personales (sin garantía real) que publique mensualmente el BCRA.

en 1998 (16,5%), aunque no se recupera respecto a los niveles presentes en 1990 (23,9%). Lo contrario sucede con la financiación a personas físicas, que en 1998 recibía el 24,9% de los créditos. No sólo supera a los niveles de la crisis, sino también el presente al comienzo de la década de 1990: 21,7% (menor que el porcentaje de créditos que ese mismo año recibe la industria).

En un orden de menor importancia, la actividad primaria incrementó su financiación en un 5% y la construcción en un 0,1% entre 2003 y 2012. Los servicios por su parte redujeron de manera muy importante su participación en el crédito en estos años, pasando del 52% al 24,6%, recuperando el nivel de participación que tenían en 1990.

La financiación a las personas físicas se convierte, a lo largo del periodo que abarca esta investigación, en uno de los destinos principales del crédito en Argentina, especialmente teniendo en cuenta su crecimiento. Esta financiación sería mayoritariamente para consumo. Recordemos que según los datos del gráfico 5.13 el crédito hipotecario (para personas y empresas) es el que menor participación tiene en el total de los préstamos.



\* En consumo se incluyen los préstamos personales y las tarjetas de crédito. En comerciales documentos, adelantos y otros. En garantía real los préstamos hipotecarios y prendarios. Para más detalle véase el cuadro 11 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del Banco Central (BCRA).

Como hemos comentado anteriormente, a partir de la crisis financiera de principios de siglos se produjeron ciertos cambios en la estructura del sector financiero, entre ellos, la reducción de la participación de la banca extranjera y un aumento de la banca privada de propiedad local y de la banca pública.

El análisis realizado por Golonbek y Mareso (2011) para el periodo 2007 a 2010, nos muestra cuáles han sido las distintas estrategias que siguieron estos tres grupos de entidades bancarias. Esto nos resulta especialmente relevante para ver cuál ha sido

el lugar de la banca pública, dado su importante participación en el sector, y la función que, supuestamente, debería haber llevado a cabo en la contribución a la financiación para el desarrollo del país.

Estos autores basan su análisis en los datos de los principales bancos de cada segmento: el Banco Nación, como representante de la banca pública, el Banco Macro, como banco privado nacional, y el Banco Santander Río, como banco privado extranjero. Llegan a la conclusión de que cada segmento lleva adelante una estrategia diferente.

**Cuadro 5.8: Participación relativa de cada actividad económica en el total de financiaciones en porcentaje, 1990-2012.**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
No identificada	2,2	3,2	4,5	4,8	5,5	5,7	4,5	4,7	6,8	5,7	3,2	5,4	6,4	8,2	8,0	4,1	3,3	3,4	4,3	3,3	2,7	2,5	2,7
Personas físicas en relación de dependencia laboral	21,7	22,6	20,7	18,1	20,2	20,2	21,7	23,9	24,9	28,3	24,8	24,1	16,6	16,4	16,6	23,4	26,0	31,3	33,9	33,1	32,5	33,1	33,3
Producción primaria	9,0	11,1	12,6	12,4	10,8	10,3	9,2	9,1	9,1	8,1	8,9	8,2	5,7	6,6	7,8	10,4	10,9	11,5	12,5	12,9	12,4	12,8	11,6
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	6,9	9,0	10,9	11,5	9,9	9,4	8,1	7,9	7,9	7,1	8,0	7,1	4,9	5,4	6,6	8,6	9,1	10,0	10,2	10,3	10,2	10,7	10,1
Pesca, explotación de criaderos de peces, granjas piscícolas y servicios conexos	0,9	1,1	0,8	0,3	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1
Explotación de minas y canteras	1,1	0,8	0,7	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8	0,9	0,7	0,9	1,0	0,7	1,2	1,1	1,7	1,7	1,3	2,1	2,4	2,0	1,9	1,4
Industria manufacturera	23,9	20,8	20,6	19,5	18,0	18,5	19,4	18,1	16,5	14,6	11,5	9,3	7,7	8,8	12,6	16,2	17,0	16,5	16,4	15,5	16,0	16,2	17,0
Elaboración de productos alimenticios y bebidas	5,4	4,5	4,5	4,6	4,4	4,6	4,9	4,4	3,9	3,3	3,0	2,5	2,3	3,2	4,2	5,5	5,2	5,1	4,6	5,1	5,2	5,1	5,7
Fabricación de productos textiles y de cuero	2,7	2,8	3,0	2,7	2,5	2,3	2,5	2,3	1,9	1,6	1,3	1,0	0,8	0,8	1,0	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	1,1	1,0	1,0
Fabricación de sustancias y productos químicos	2,7	2,5	2,4	2,2	1,9	1,9	2,2	2,1	2,0	2,0	1,3	0,9	0,6	0,9	1,6	2,0	2,4	2,3	2,4	2,7	2,7	2,4	2,3
Fabricación de maquinaria, equipos e instrumentos	2,9	3,7	2,4	2,4	1,9	1,8	1,7	1,5	1,3	1,2	1,2	0,9	0,8	0,6	1,0	1,2	1,8	1,7	1,7	1,2	1,6	1,7	1,7
Fabricación de vehículos y equipo de transporte	1,6	1,3	1,3	1,2	1,3	1,7	2,0	1,9	1,8	1,5	1,1	0,6	0,3	0,4	0,9	0,9	1,1	1,0	1,1	0,9	1,0	1,2	1,3
Otros	9,2	6,8	7,9	7,4	7,1	7,1	7,1	6,8	6,5	5,9	3,6	3,3	2,9	2,9	3,9	5,7	5,4	5,3	5,7	4,6	4,4	4,9	5,1
Electricidad, gas y agua	7,4	3,0	1,3	2,5	2,0	2,1	2,1	2,0	2,2	1,8	1,6	1,5	2,2	1,2	1,1	0,9	1,2	1,4	1,4	1,4	1,5	1,4	1,2
Construcción	5,9	6,4	5,1	4,2	4,2	4,3	4,1	3,5	3,6	3,7	3,5	3,0	2,5	2,2	2,4	2,3	2,2	2,1	2,0	2,3	2,3	2,3	2,3
Comercio al por mayor y al por menor	6,6	11,4	15,1	17,0	15,7	13,9	12,3	11,6	10,5	9,8	8,7	6,3	4,3	4,5	5,2	6,2	6,9	7,5	6,6	6,2	7,1	7,0	7,4
Servicios	23,3	21,5	20,1	21,5	23,6	25,0	26,8	27,1	26,5	28,0	37,7	42,2	54,6	52,0	46,4	36,5	32,4	26,4	23,0	25,4	25,5	24,7	24,6
total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: elaboración propia en base a datos del Boletín Estadístico del Banco Central

El Banco Nación (BNA) tiene, como actividades principales, la financiación del sector público y la realización de préstamos hipotecarios para la adquisición de viviendas de individuos e inmuebles para empresas.

La expansión crediticia aportada por esta entidad en el período de análisis en el primero de estos rubros [financiación al sector público], es superior en un 50 % a la registrada por el sistema en su conjunto, mientras que en el caso de los créditos hipotecarios para empresas y para la vivienda el aporte del BNA es equivalente al 88 % y al 54 % del total respectivamente. La contrapartida de estos guarismos es el escaso o nulo dinamismo de la enorme mayoría del resto de la banca en estos segmentos del mercado de crédito. Por su parte, en el reciente contexto de fuerte expansión de los préstamos durante el segundo semestre 2010, retrocede su participación en créditos personales, al sector financiero y a la financiación de exportaciones (Golonbek y Mareso, 2011, p.21).

Por el contrario, el Banco Macro aumenta su participación en préstamos personales y en el financiamiento de empresas, y retrocede en la financiación al sector

público, al sector financiero y en el otorgamiento de adelantos en cuenta corriente a lo largo de los años que abarca el estudio (2007-2010). El banco Santander Río se consolida en los préstamos para exportaciones, la financiación de documentos y de tarjetas de crédito (en este último rubro ya era la entidad líder en diciembre de 2007), retrocediendo significativamente en créditos para la vivienda y financiamiento al sector público (Golonbek y Mareso, 2011). Ambas instituciones privadas son líderes en la financiación al consumo, en el caso del banco Macro, como entidad de capital nacional, en lo que respecta a préstamos personales. En el caso del banco Santander Río, a través de la financiación del consumo con tarjetas de crédito. El Banco Macro aumenta su participación en la totalidad de los préstamos personales, pasando del 11,5 % al 12,7 %, mientras que el Santander Río, en el caso de las tarjetas de crédito, conserva su participación por encima del 16 % del total del sistema.

Como hemos analizado en el apartado anterior, la rentabilidad de los bancos está explicada, en buena medida, por los intereses provenientes de los préstamos (recordemos que el primer lugar lo ostentan los servicios por comisiones), con una participación creciente en ellos de la financiación al consumo. Los tipos asociados a la financiación, tanto al consumo a través de préstamos personales como de tarjetas de crédito, resultan los más elevados a partir de 2004, como puede apreciarse en el gráfico 5.7. Esto explica, en parte, que los bancos privados lideren los índices de rentabilidad, pues son los que mayoritariamente se dedican a realizar este tipo de financiación.

El aumento de la participación de la banca pública es interpretado por los autores del estudio que acabamos de mencionar, de acuerdo a su función en las medidas anticíclicas (Golonbek y Mareso, 2011). Para ello, se basan en datos sobre la evolución de los préstamos hipotecarios, diferenciando entre el comportamiento de los préstamos hipotecarios destinados a viviendas y los que financian actividades productivas. Según Golonbek y Mareso (2011, p.38), la expansión crediticia de ambos segmentos fue inferior a la de préstamos totales pero los préstamos hipotecarios a empresas avanzaron un 55 %, mientras que los hipotecarios para vivienda un 37 %. Mencionan que en los dos segmentos se destaca el desempeño del Banco de la Nación Argentina, el cual ganó 21,9 puntos porcentuales y 9,3 puntos porcentuales de mercado en los préstamos para empresas (fuertemente vinculados a inversión) y para adquisición de vivienda respectivamente.

Desde nuestro punto de vista, si bien la actividad de la banca pública se ha orientado más hacia el financiamiento de largo plazo que el resto de la banca, su principal actividad ha sido la financiación del Estado, cuyas necesidades parten de los servicios de la deuda y de los problemas estructurales (importación y fuga de capitales), que se abordarán en los siguientes capítulos. Según datos del Banco Central, el porcentaje de títulos públicos en manos de la banca pública, respecto del total de títulos en manos del sistema financiero, pasó del 49,7 % en 2003, al 64,5 % en 2012. También la tenencia de NOBAC y LEBAC por parte de las entidades públicas aumentó del 52,8 % en 2004 al 63,2 % en 2012. En cuanto a los préstamos al sector público por parte de la banca pública, también se ha producido un incremento. El 40,9 % del total de la financiación bancaria al sector público provenía de la banca pública, en 2003. Esta participación aumentó, convirtiéndose en el 61 % en 2007 y en el 72,2 % en 2012.

En el caso particular del Banco Nación, la financiación al sector público correspondía, en 2012, al 42 % de sus activos, según datos del BCRA. La variación de estos datos resulta más significativa que el aumento de los préstamos hipotecarios que, como ya hemos mencionado, reduce su participación en los préstamos en términos generales (gráfico 5.13).

Una de las medidas más comentadas, que se corresponde con el final de nuestro periodo de estudio, ha sido la reforma de la Carta Orgánica del Banco Central. En ella se obligaba a los bancos públicos y privados a colocar el 5 % de sus depósitos en pesos en préstamos al sector productivo, a una tasa fija que no podía superar el 15 % y un plazo mínimo de tres años.

Según un informe del BCRA, entre julio y diciembre de 2012, se superó en un 20 % los fondos que se preveía que se prestarían, más de 16.000 millones de pesos<sup>154</sup>.

Las financiaciones fueron impulsadas principalmente por la banca pública. El 53 % de los créditos fue destinado a PYMES y el 47 % restante a grandes empresas, aunque se concentraron geográficamente en las provincias de Buenos Aires, Córdoba, Santa Fe y la Ciudad de Buenos Aires (74 %). Los créditos se destinaron a la ampliación de líneas de producción, compra de maquinaria y camiones, importación de bienes de capital y obras civiles, entre otros proyectos. El 35 % de los préstamos fueron para la industria manufacturera, destacándose las ramas alimentaria, química y metalúrgica. El agro recibió el 19 % de los fondos, la actividad comercial el 14 % y la rama de transporte el 9 % del total<sup>155</sup>.

Si bien en el año de corte de esta investigación (2012) era pronto para evaluar el impacto que esta medida podía tener en términos de incentivo de la actividad productiva, podemos mencionar que, dado su carácter no selectivo, no amplía la capacidad de asegurar el acceso al crédito a determinados sectores que podrían dar lugar a un entramado industrial más integrado, generar empleo o dar tratamiento al problema de dependencia de las importaciones de bienes de capital que padece la industria argentina. Por los datos mencionados más arriba, son las actividades más rentables, las ramas de la industria más desarrolladas, las que se han beneficiado en mayor medida.

La falta de financiación de los bancos al sector empresarial continúa:

El financiamiento otorgado por el sistema bancario se complementa con una importante estructura de autofinanciamiento por parte de las empresas, junto a la activa presencia de un sector oferente de crédito que no está regulado por el BCRA, cuyas dimensiones son difíciles de estimar, y que tiene una participación significativa en segmentos fundamentales de financiamiento a individuos, descuento de cheques e hipotecas (Golonbek y Mareso, 2011, p.18).

A lo largo de este epígrafe hemos podido ver que el crédito privado ha aumentado en este periodo, tanto en su participación en el PIB como en su participación en el total de los activos de las entidades financieras. Sin embargo, este crecimiento del

<sup>154</sup>Datos presentes en Informes sobre Bancos, publicado por el Banco Central (BCRA) en Diciembre de 2012.

<sup>155</sup>Según datos publicados en *Página 12* el 13 de Febrero de 2013.

crédito no se ha traducido en una mayor financiación al sector productivo, confirmando la tendencia general, la orientación de la banca hacia la financiación de hogares e individuos, y a la tenencia de títulos públicos. Si bien éstos han descendido como componente del conjunto de los activos debe matizarse con lo que hemos analizado en el epígrafe 5.2.2, donde se ha podido ver la importancia relativa de las rentas que generan en el sector, además del significado que esta financiación tiene para el conjunto de la economía (comentado en el capítulo 4).

Desde el punto de vista de la dirección de la financiación y recurriendo a los indicadores del capítulo 1, se confirmaría, por lo menos en relación al comportamiento de los bancos, la centralidad del capital financiero en la dinámica económica argentina.

#### **5.2.4 Preponderancia hacia la financiación pública de los inversores institucionales**

Los inversores institucionales han jugado un papel muy importante en la financiación pública desde la década anterior, especialmente las AFJP, que por ley debían como mínimo tener el 50 % de sus fondos invertidos en bonos del Estado. En este sentido, la desaparición de las administradoras fue un hecho muy significativo, debido a que los intereses que pagaba el Estado por la colocación de su deuda ya no irían al sector privado, sino que se mantendría en el sector público. Al nacionalizarse las AFJP los títulos ajustables por CER que formaban parte de sus fondos pasaron a manos del ANSES, pero sus intereses devengados se han visto afectados por la subestimación del IPC. Es decir, que los intereses que ha pagado el Estado al ANSES han sido menores que si se hubiese realizado un cálculo más fidedigno de la inflación.

Las administradoras siguieron, durante toda su existencia, una tendencia centralizadora. En diciembre de 2007, poco tiempo antes de desaparecer, las 4 primeras administradoras seguían agrupando el 70,2 % de los fondos del total de las 11 que formaban el conjunto del sistema de capitalización, según datos de la SAFJP<sup>156</sup>.

Por otro lado, su rentabilidad en diciembre de 2007 fue del 6,6 % (ROE), según datos de la SAFJP; sus ingresos se mantuvieron elevados gracias al impulso que recibieron por el cobro de comisiones, que aumentaron entre 2003 y 2004 del 35 % al 40 % de la recaudación (Cetrángolo y Grushka, 2004, p.48).

Con respecto a la tenencia de títulos públicos, en 2007 los títulos del Estado Nacional representaban el 52 % del total de los fondos y, aunque es un 20 % menor que en 2003, su nivel es similar al de los años noventa<sup>157</sup>. Es decir, la financiación al sector público por parte de estos inversores institucionales siguió siendo el destino principal de sus fondos mientras estuvieron en funcionamiento. Como ya hemos comentado en el capítulo 4, la financiación del ANSES, una vez recuperados estos fondos, siguió la misma tendencia.

En cuanto al resto de los inversores institucionales, las compañías de seguros vieron crecer sus activos un 89 % entre 2003 y 2012, aunque la cantidad de operadores se redujo de 198 a 180 para el mismo periodo.

<sup>156</sup>Met, Orígenes, Consolidar y Nación.

<sup>157</sup>Según datos de la SAFJP.



Según información extraída de las memorias anuales de la SSN del 2012, la contribución del sector a la Economía Nacional fue del 3 % de PBI, mostrando una aceleración de esta tasa de participación en los años 2009, 2010 y 2011. El principal componente de sus activos fueron las inversiones: en 2003 representaban el 67,63 % y en 2012 el 73 % del total.

Las ganancias de estos inversores provienen en su mayoría de las rentas financieras, que en 2012 representaron el 88 % del Resultado Financiero. La mayoría de estas rentas corresponden a intereses obtenidos, y el 80 % de ellos proviene de las rentas generadas por las tenencias de títulos públicos y depósitos a plazo. En 2012, el 40,6 % de las rentas provenientes de inversiones correspondía a títulos públicos, mientras que el 38,6 % a depósitos. Las ganancias de los primeros cobran importancia en estos últimos 3 años ya que, en 2009, el 38,2 % correspondían a títulos públicos y el 46,4 % a depósitos<sup>158</sup>.

Si bien las ganancias aumentaron, lo cierto es que la participación de estos títulos en el total de inversiones disminuyó, pasando del 50,05 % en 2009 al 41,33 % en 2012. Esa diferencia fue compensada por un aumento de los fondos de inversión en el total, que pasaron del 7,67 % al 16,64 %, para el mismo periodo. Pese a que en 2003 la participación de los títulos públicos en las inversiones era mayor, el 59,55 %, siguen conservando el primer lugar entre las inversiones de las aseguradoras<sup>159</sup>.

En cuanto a la rentabilidad medida como porcentaje del resultado financiero y el patrimonio neto, aumentó del 34,8 % en 2003 al 43 % en 2012. Si tomamos en cuenta el resultado del ejercicio sobre el patrimonio neto, ha pasado de presentar una tasa negativa del -7,2 % a una positiva del 21,7 %<sup>160</sup>.

Los fondos comunes de inversión, por su parte, han presentado una expansión remarcable, con un crecimiento del 294 % entre 2003 y 2010<sup>161</sup>.

Como hemos podido ver en este apartado las ganancias de los inversores institucionales se han expandido, especialmente las que provienen de las inversiones en títulos de rentas fijas del Estado. Sus rentas financieras han seguido una tendencia creciente.

### **5.2.5 La expansión de los mercados financieros y el protagonismo del mercado paralelo de divisas**

En los mercados de financieros circulan los activos financieros como mercancías, se acumula el capital ficticio desconectado del “capital real” al que representa, y se generan burbujas que pueden llevar a grandes crisis financieras. En el caso argentino, el tamaño del mercado de valores es reducido, no obstante, lo que sucede en él forma parte de las variables que miden el “estado” de los negocios y de lo que sucede en la economía. En este apartado lo analizaremos con el fin de establecer algunos parámetros sobre la reducción o expansión de las finanzas como contrapartida de un supuesto

<sup>158</sup>Según datos de la Memoria Anual de la SSN 2012 (hoja nº 6 y hoja nº 7).

<sup>159</sup>Según datos de la Memoria Anual de la SSN, años 2003 y 2012.

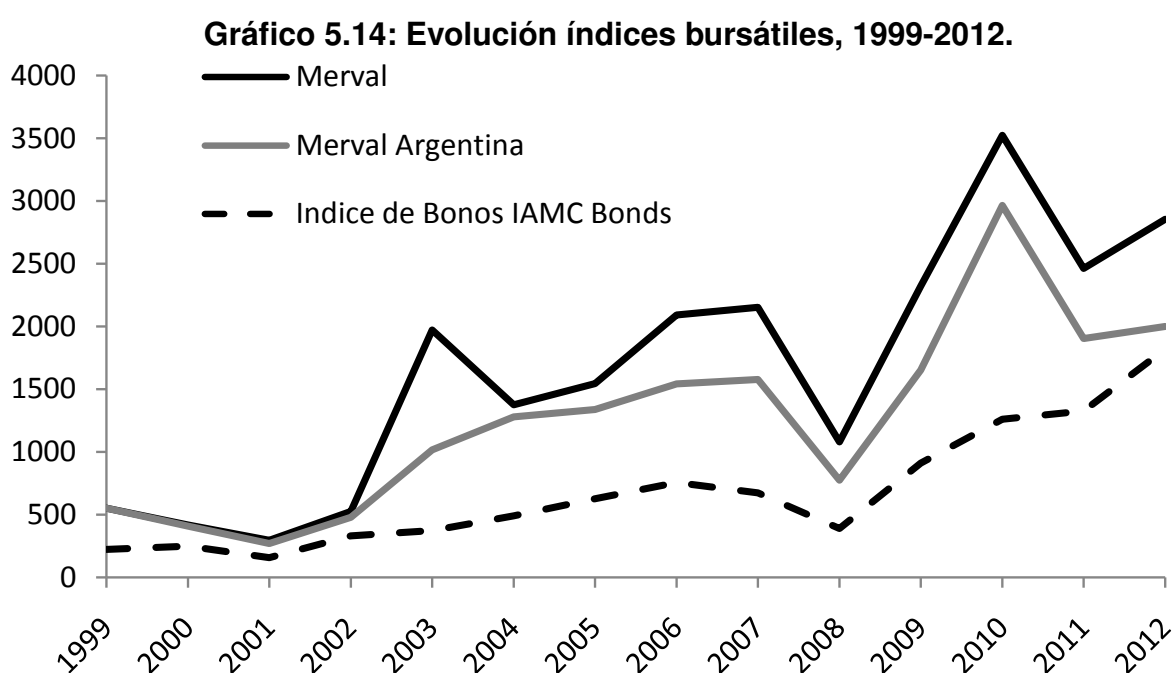
<sup>160</sup>Según datos de la Memoria Anual de la SSN, años 2003 y 2012.

<sup>161</sup>Según datos extraídos del Anuario de la Bolsa (2002 al 2011).

modelo centrado en la actividad productiva. Por otro lado, también constataremos la función que cumple el mercado de divisas y lo que en él acontece.

Pese a su tamaño reducido respecto a otras economías, la evolución del mercado de capitales argentino muestra que el mundo de los negocios prosperó luego de 2001. Entre 2003 y 2012, el índice Merval creció un 145 % y el Merval Argentina un 197 %, como podemos ver en el gráfico 5.14, junto al índice de bonos públicos. Su recuperación fue temprana, entre 2002 y 2005 fue una de las bolsas que más aumentó dentro de los países subdesarrollados (Peralta Ramos, 2007).

Tras la restricción a la adquisición de divisas la Bolsa se convirtió en uno de los mecanismos de fuga de capital, a través de operaciones de “contado con liqui” (restringida a las sociedades de bolsa desde Junio de 2012). Este tipo de operación es utilizado en buena medida también por las empresas transnacionales como forma de envío de divisas a sus casas matrices (a finales de 2011 se establecen restricciones para la adquisición de divisas con estos fines). Si bien la mecánica de esta operación fue descrita en el capítulo 3, ampliaremos los efectos en cuanto a su papel en la fuga de capitales en el siguiente capítulo.



Fuente: elaboración propia según datos presentes en los anuarios del IAMC.

Veamos los efectos que estos controles tuvieron sobre el propio mercado de divisas. Este mercado financiero es el más importante en la Argentina, no sólo por las intervenciones realizadas por el Banco Central para controlar el valor de la moneda, sino por la tendencia a la adquisición del dólar para el atesoramiento, por parte de la sociedad argentina<sup>162</sup>.

Un elemento que cobró relevancia fue el desarrollo del mercado negro de divisas luego de los controles aplicados al mercado oficial en 2011 y 2012<sup>163</sup>. Las restricciones

<sup>162</sup>Para más información acerca de la tendencia a la adquisición de dólares estadounidenses en Argentina véase Bercovich y Rebassio (2013).

<sup>163</sup>El ex-presidente del Banco Central, Martín Redrado, afirma que en mayo de 2012 los mercados *blue*

que presionaban sobre la demanda, la presión por la tendencia inflacionaria (uno de los disparadores de la compra de dólares en Argentina) y la tendencia a la fuga de capitales contribuyeron a su impulso. Esta situación llevó a que la cotización del dólar *blue*<sup>164</sup> alcanzara los 6,80 pesos el 28 de diciembre de 2012, cuando el mercado oficial ese mismo día mantenía una cotización de 4,92 pesos por dólar<sup>165</sup>.

A partir de 2011, la especulación en torno al dólar, y la compra y venta de dólares en “cuevas” y “arbolitos”, se convirtieron en negocios altamente rentables. En los meses que transcurren entre octubre de 2011 hasta abril de 2012 (antes de la prohibición para atesoramiento) se realizaban operaciones de compra de divisas en el mercado oficial y la venta en el paralelo, lo que generaba ganancias del 30 % en pesos<sup>166</sup> (Bercovich y Rebossio, 2013, p.23).

Las “cuevas”, lugares donde se realiza la compra y venta de divisas ilegal, se esconden en pisos o tras sociedades de bolsa, casas de cambio, financieras, cooperativas o agencias de viaje. Suelen ser empresas legales pero además operan con el dólar *blue*. Existen desde los años ochenta, aunque se desarrollaron a partir de los controles en el mercado de divisas implementado por el gobierno de Cristina Fernández de Kirchner. Los “arbolitos”, por su parte, ofrecen cambio en las calle. Ofrecen “lechuga”, un dólar más caro que el que puede comprarse en las cuevas, y está orientado especialmente a la compra y venta de divisa por parte de los turistas<sup>167</sup> (Bercovich y Rebossio, 2013).

Pese a ser un mercado ilegal existe información sistematizada de las diferentes cotizaciones del dólar *blue* y de otros “dólares” que puede consultarse a través de internet. Esto nos revela su influencia, pese a que la operatoria ilegal tenga un tamaño reducido hasta el momento. A través de la web pueden consultarse conjuntamente las siguientes cotizaciones: la cotización oficial, la mayorista (para empresas que comercian con el extranjero o remiten utilidades al exterior) la cotización *blue*, la del dólar celeste (promedio del blanco y el *blue*, referencia para pagar en pesos algunos bienes que cotizan en dólares, como los inmuebles de clase media y alta), la del dólar *green* (el dólar de arbolitos y cuevas chicas para casos de grandes operaciones, costosas logísticamente), la cotización del dólar gris o “contado con liqui” (operación legal que ha sido detallada en el capítulo 3, utilizada en la fuga de capitales), la del dólar soja (cotización oficial menos retenciones a la exportación), etc. (Bercovich y Rebossio, 2013).

Consideramos que, a pesar de su tamaño no muy significativo, uno de los efectos

---

y “contado con liqui” pasaron de negociar 10 millones de dólares al día a un máximo de 60 millones a partir de los controles de 2011, siendo el volumen del mercado de 400 millones diarios (Bercovich y Rebossio, 2013, p.21).

<sup>164</sup>Eufemismo para referirse al dólar que se vende en el mercado negro.

<sup>165</sup>*La Nación*, 29 de diciembre de 2012.

<sup>166</sup>Si bien no es posible determinar con datos oficiales los beneficios del mercado *blue*, Bercovich y Rebossio (2013) dan algunos datos sobre las ganancias individuales de algunos “cueveros”, que ellos mismos desvelan a los autores en las entrevistas realizadas para su libro.

<sup>167</sup>El Gobierno ha llevado adelante la detención y cierre de muchos de estos lugares de intercambio ilegal, no obstante circulan rumores sobre su intervención, en términos de control de las paridades, en lugar de la eliminación del mercado negro de divisas. No obstante, quienes trabajan en el ramo sostienen que el mercado se rige por la oferta y la demanda (Bercovich y Rebossio, 2013).

del desarrollo del mercado paralelo es que ha establecido una brecha entre la cotización de la divisa en el mercado oficial y el *blue*. Esto podría generar expectativas inflacionarias y/o devaluatoria que impactarían, no sólo al interior de la economía, sino también en términos de entrada de capitales internacionales al país, incluso en términos de las divisas que los turistas extranjeros dejan de cambiar en el mercado oficial, por resultarles más beneficioso intercambiar sus dólares en los llamados “arbolitos”. Por otro lado, la cotización paralela también afecta a los precios de los alquileres, que en buena medida, se calculan en función al dólar *blue*.

En segundo lugar, como ya se ha comentado en el capítulo 3, los controles en el mercado de divisas y el dinamismo del mercado paralelo llevaron a la reforma de la ley de mercados de capitales. Además de buscar la garantía de una mejor financiación a las empresas, otro de sus objetivos fue generar alternativas a la inversión en moneda extranjera (dólar) para desactivar, en alguna medida, las operaciones sobre el dólar paralelo. No obstante, dado la que la reforma fue puesta en marcha en noviembre de 2012, año en el que termina nuestro periodo de estudio, no es posible realizar un análisis de sus efectos en el mercado de capitales.

Aunque sí podemos hacer algunas conjeturas sobre el significado de la misma. En cuanto al primero objetivo, no es del todo aventurado pensar que esta reforma no garantiza una mejor financiación a las empresas. Teniendo en cuenta la potencialidad del capital financiero de fluir hacia la producción o hacia la especulación, que fluya en la primera dirección depende de las expectativas de rentabilidad que se generen en el ámbito productivo. No hay garantías de que un mercado de capitales más amplio promueva una mejor financiación a las empresas ni de que esa financiación sea utilizada con fines productivos. En el caso del segundo objetivo, es cierto que se amplió la accesibilidad a la Bolsa, cuyo ingreso era limitado, pero una desarticulación del mercado paralelo, requeriría medidas adicionales a esta.

Los mercados financieros se han ampliado desde la salida de la crisis. No obstante, sigue siendo reducidos en comparación con los existentes en los países avanzados. El mercado de divisas paralelo ha cobrado importancia luego de las reformas sobre el mercado de divisas oficial, con algunas consecuencias que podrían afectar la estabilidad de la moneda y a los precios internos.

\*\*\*

El sector bancario ha conservado las características de concentración y centralización de la década de 1990, aunque también ha sido protagonista de un cambio en su estructura de propiedad, donde el capital nacional y la banca pública han ganado protagonismo. Sin embargo, el capital extranjero ha conservado ciertas posiciones de privilegio, tal como se pone de manifiesto en los indicadores de rentabilidad, donde los bancos locales de capital extranjero han presentado los índices más elevados a partir de 2008.

La rentabilidad del sector financiero ha sido elevada, tanto en las entidades financieras como en los inversores institucionales. En el primer caso, el impulso se halla en las ganancias creadas a partir los servicios (comisiones), los intereses, la tenencia

de títulos de deuda pública y el ajuste por CER. Si bien las ganancias del sector surgen, en su mayoría, de los dos primeros canales, servicios e intereses, el rescate y la reestructuración de la deuda propiciaron la recuperación de la rentabilidad del sector principalmente a través de la indexación de la deuda pública. Al igual que los títulos del Banco Central ofrecen intereses elevados y le otorgan al sector financiero un lugar relevante en el engranaje del pago de la deuda y el sostenimiento del modelo macroeconómico. En el caso de los intereses, las ganancias se obtienen por la diferencia entre tipos de interés activos y pasivos, con un repunte significativo de la financiación al consumo (tarjetas de crédito y préstamos personales).

Si bien el tipo de interés real negativo podría hacer suponer que el capital financiero ha perdido sus rentas en este periodo donde se mantiene el discurso “productivista”, es necesario incluir en el análisis otros elementos. Entre ellos, los beneficios que genera la inflación a través del ajuste de la deuda en manos del sistema financiero, los tipos reales positivos aplicados a la financiación al consumo y la posición relativa de los tipos de interés locales frente a los tipos internacionales, siempre más bajos. Por otra parte, el tipo de interés real negativo, no parece haber hecho despuntar al crédito productivo. Si bien aumenta desde la crisis, lo hace en menor medida que el crédito a personas físicas y sin llegar a recuperar el espacio perdido en el periodo anterior.

La orientación del crédito hacia el consumo a través de préstamos personales, prendarios y tarjetas de crédito (especialmente por parte de la banca privada) se ha convertido en uno de los principales pilares de la expansión crediticia, mientras que el crédito hipotecario, tanto para empresas como para la vivienda mantiene tasas de crecimiento relativamente más bajas.

La expansión de la banca pública no ha sido aprovechada para llevar adelante un cambio a nivel estructural en el sector productivo a través de la provisión estratégica del crédito. Si bien se ha expandido a líneas menos cubiertas por el sector privado, como los créditos hipotecarios para empresas y viviendas, su actividad ha estado orientado hacia la financiación pública. Esto se complementa con la financiación que bancos públicos, privados e inversores institucionales otorgan al Banco Central que a su vez financia al Estado. Es decir, aquella financiación que otorgan al Estado de forma indirecta.

Los inversores institucionales se orientaron hacia la tenencia de títulos públicos, con poca incidencia en proyectos productivos. La recuperación de los fondos de jubilaciones y pensiones tampoco ha significado un cambio en este sentido.

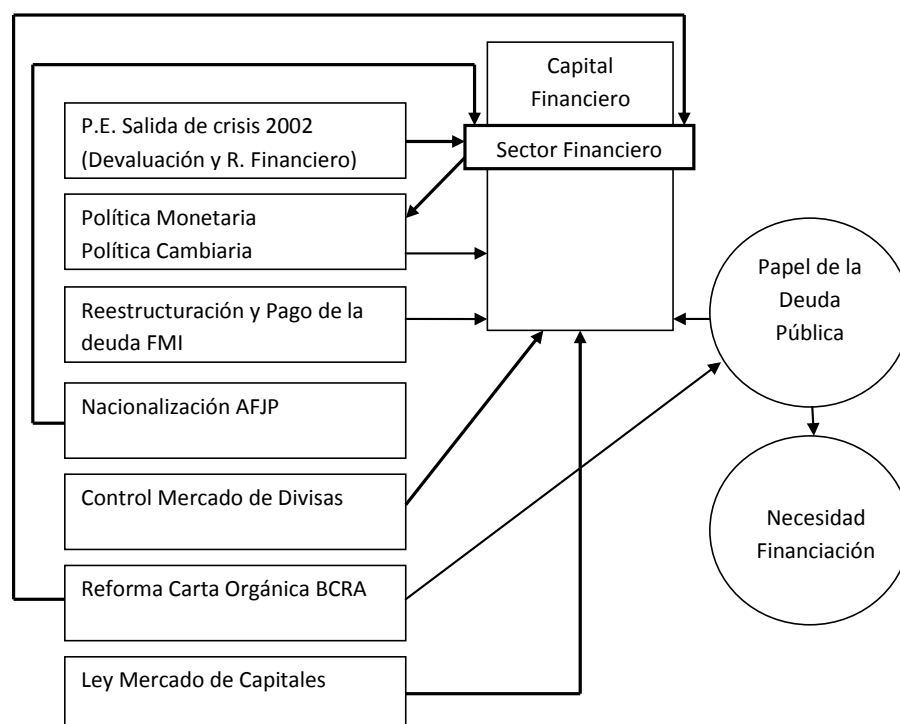
No se ha producido una reorientación hacia la financiación de la actividad productiva. El rescate financiero en el 2002 y la reestructuración de la deuda pública contribuyeron a la recuperación de los beneficios del sector, por los nuevos mecanismos de ajuste y el alto porcentaje de títulos públicos en manos de bancos y AFJP. El sector financiero pasó a formar parte del engranaje que permite el pago de la deuda reestructurada, así como del sostenimiento del modelo macroeconómico, sacando grandes beneficios de esta participación. Incluso los mercados financieros se han visto afectados por este engranaje mediante la nueva ley de mercados de capital, consecuencia de la política de control del mercado de divisas que, como ya hemos comentado, tiene como fin conservar las reservas que el Banco Central destina a la financiación del

Tesoro. Esta medida ha incentivado el mercado *blue*, cuyo potencial desestabilizador podría afectar, en última instancia, al sostenimiento de este engranaje al disparar la inflación o la devaluación de la moneda. Esta conclusión se refuerza con el hecho de que se ha mantenido casi indemne la regulación puesta en marcha en 1977, lo que ha asegurado el entorno de liberalización para la actuación del capital financiero en el sector.

Además de ver atenuadas las consecuencias de la crisis, el sector financiero protagonizó una recuperación en un margen de tiempo relativamente corto y conservó un lugar central como uno de los sectores que más beneficios obtiene en la economía argentina. El comportamiento de la banca coincide con los nuevos rasgos de las finanzas, que sustentan las hipótesis de la centralidad del capital financiero en el proceso económico. En este sentido, además de existir una desvinculación con el sector productivo en términos de financiación, se ha orientado crecientemente hacia el crédito al consumo. En cuanto a la financiación pública, aunque menor, ha jugado un papel determinante en el pago de la deuda externa a través de la tenencia de títulos del Banco Central.

En el siguiente capítulo abordaremos el análisis del sector no financiero y su vínculo con el comportamiento del capital financiero. Este sector cumple un rol determinante a través de la fuga de capitales.

### Esquema 5.1. Variables de análisis del capítulo 5.





## **El comportamiento del sector no financiero y su relación con el capital financiero entre 2002 y 2012**

---

Desde los años setenta, a nivel mundial se han producido ciertos cambios en el comportamiento de las empresas del sector no financiero. Este nuevo comportamiento consiste en un desvío de parte de los recursos de las empresas hacia la esfera financiera (Lapavitsas, 2009a). Las empresas aumentan su participación en los mercados financieros, no solamente como fuente de financiación sino también como destino de parte de sus inversiones. La contrapartida de este comportamiento es una ralentización de la inversión a largo plazo, que afecta a la actividad económica y, con ello, a los niveles de empleo. Este comportamiento de las grandes empresas del sector no financiero se ha expandido a nivel mundial.

En este capítulo analizaremos algunas características de las empresas en cuanto a su relación con las rentas financieras, el peso de los intereses pagados, su financiación y el elemento más influyente de su comportamiento para el análisis del capital financiero en argentina: la retirada de sus capitales al exterior, característica del sector desde mediados de los años setenta. Este comportamiento se convierte en un rasgo estructural de la economía argentina, razón por la cual el Banco Central ha adoptado como indicador de la fuga de capitales, el stock de activos en el exterior en manos del sector no financiero. Las consecuencias de esta fuga de capital son similares a las del desvío de capitales hacia las inversiones de corto plazo, de hecho, esta salida de capitales suele invertirse en activos líquidos, no es inversión directa. En el pasado reciente, la fuga de capitales representó un elemento de presión sobre el ingreso de divisas en la economía, convirtiéndose en un agravante de la dependencia financiera. Demostró su capacidad desestabilizadora, la cual condicionó las decisiones de política económica, formando parte del engranaje especulativo en torno a la deuda en los años noventa.

El capítulo comienza con una breve descripción de las características que el sector ha adquirido como resultado de la salida de la convertibilidad. Luego analizaremos su función en la fuga de capitales como parte de los elementos que explican el papel del capital financiero (que representan estas empresas) en la economía argentina, en relación a los flujos de capital internacional. En un tercer apartado veremos cuáles han sido las fuentes de financiación de las empresas no financieras, tanto externas como internas, para verificar el componente de autofinanciación. También se analizará el impacto de intereses y rentas financieras, y la evolución de la inversión como parte de los indicadores que muestran el impacto de la relación entre el predominio del capital



financiero y el comportamiento de las empresas no financieras.

Por último, mencionaremos brevemente el vínculo del sector primario y el capital financiero. Se trata de un sector que se ha beneficiado de los elevados precios internacionales de las *commodities*, que ha sido resultado, entre otros factores, del flujo de recursos hacia los mercados secundarios de seguros relacionados con los productos primarios. Los capitalistas del sector agropecuario y el capital financiero han compartido intereses por esta razón.

## **6.1 Los efectos de la política cambiaria en el sector no financiero**

Luego de la crisis de 2001, la política económica monetaria y cambiaria modificó los precios relativos, elevando la rentabilidad del sector “real”, que se había mantenido muy por debajo del resto de la economía durante la convertibilidad, con excepción de las privatizadas, tal como mencionamos en el capítulo 2 de este trabajo.

El sector más beneficiado con la devaluación inicial del peso fue el sector de las grandes empresas orientadas a la exportación. Con el modelo de “dólar caro” se consiguió, en un comienzo, una mejora en la competitividad en el mercado internacional, especialmente por el menor coste laboral en términos internacionales. Pero la devaluación también impactó positivamente en el mercado interno, donde las importaciones resultaban caras en comparación con el producto local, lo que impulsó el crecimiento de empresas orientadas al mercado doméstico.

El impulso del sector no financiero se puso de manifiesto en la evolución de las empresas más grandes de la Argentina. Estas empresas son el núcleo central de la actividad (Basualdo, 2011; Manzanelli y Schorr, 2013a) por la influencia que poseen en el conjunto de la economía. Esta centralidad y el incremento de su importancia se comprueba a través de su participación en el valor añadido, según datos en la Encuesta Nacional de Grandes Empresas que realiza el INDEC<sup>168</sup>. Dicha participación ascendió al 33,6 % en 2012, siendo en 2010 del 32,9 %. Este dato, por otro lado, nos indica que el sector no financiero de la economía continúa el proceso de centralización y concentración iniciado en los noventa.

Manzanelli y Schorr (2013, p.24) sostienen que en 2010 el 71,7 % de las exportaciones totales del país correspondieron a las 200 primeras empresas de la cúpula empresarial, cuando en 1991 representaban un 50,1 %<sup>169</sup>. La participación de estas empresas en las exportaciones creció de manera significativa. Se verificó un aumento de la orientación exportadora de la cúpula empresarial, lo que amplió su margen de influencia por su papel en la provisión de divisas necesarias para el manejo de la política cambiaria, el pago de la deuda externa y, como veremos en el próximo capítulo, las importaciones de bienes para la producción (Manzanelli y Schorr, 2013a).

<sup>168</sup>La ENGE incluye empresas con actividad principal en minería, industria manufacturera, electricidad, gas y agua, gestión de residuos, saneamiento público, servicios de información y comunicaciones, construcción, comercio, transporte y otros servicios. No se incluyen las empresas cuya actividad principal es la agropecuaria (salvo aquellas que se dedican a la comercialización de granos), financiera y de servicios personales.

<sup>169</sup>Manzanelli y Schorr utilizan en su análisis las 200 empresas de mayor facturación anual que se desempeñan en los distintos sectores de actividad económica exceptuando el sector financiero y agropecuario (salvo aquellas que se dedican a la comercialización de granos).

Además de verse beneficiado por la política de dólar alto, como mecanismo de mejora de competitividad, el sector de las grandes empresas también se vio beneficiado por la política de subsidios, que formó parte de la estrategia gubernamental para aumentar su base social. Néstor Kirchner asumió la presidencia en 2003, en un contexto de nueva inestabilidad social, y fue elegido por un porcentaje de no más del 22 %, por lo que decidió realizar una activa política de subsidios, reintegros impositivos y licitaciones de obras públicas, como forma de ampliar la legitimidad de su gobierno (Peralta Ramos, 2007).

También continuó acentuándose la extranjerización, especialmente en las empresas con orientación exportadora. Según Manzanelli y Schorr (2013, p.37), de las 200 principales empresas del país, 115 eran extranjeras en 2010, cuando antes de la crisis su número llegaba a 92. Este último año, además, pasaron a concentrar el 57,8 % de las exportaciones totales de la muestra. Hablamos de más de la mitad de las ventas al exterior de las 200 empresas con más ventas del sector no financiero que, como hemos dicho, concentran más del 70 % de las exportaciones totales del país.

Tras situar, de forma sucinta, la importancia de las grandes empresas en la economía Argentina veremos cuál ha sido el papel de la salida de capitales por parte de este sector. Los flujos de salida y entrada de capitales del país ha sido un elemento de vital importancia para comprender la integración de las economías subdesarrolladas en el sistema financiero internacional, e imprescindible para caracterizar el comportamiento del capital financiero al interior de sus economías.

## 6.2 La fuga de capitales del sector no financiero

Según los datos expuestos en el gráfico 3.2 (capítulo 3), la fuga de capitales por parte del sector no financiero mantuvo una tendencia decreciente desde 2003, cuando salieron del país por este concepto 3.808 millones de dólares. En 2005 entraron más capitales de los que salieron con el objeto de adquirir activos en el país. Ese año se repatriaron capitales por 1.206 millones de dólares.

**Cuadro 6.1: Stock de activos externos del sector no financiero en millones de dólares, 2001-2012.**

Año	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Activos externos</b>	<b>101.437</b>	<b>109.166</b>	<b>118.008</b>	<b>122.520</b>	<b>122.169</b>	<b>133.986</b>	<b>146.409</b>	<b>148.733</b>	<b>161.918</b>	<b>171.673</b>	<b>189.841</b>	<b>202.561</b>
Inversión directa	19.562	19.075	19.780	20.474	22.040	24.872	26.487	27.743	28.414	29.409	30.984	31.926
Inmobiliaria	6.257	6.308	6.343	6.284	6.622	6.901	7.266	7.474	7.809	8.014	8.545	9.021
empresa	13.305	12.767	13.437	14.190	15.418	17.971	19.221	20.268	20.605	21.395	22.439	22.905
Otras inversiones *	81.875	90.091	98.228	102.046	100.119	109.114	119.922	120.990	133.504	142.264	158.857	170.635

\*Incluye la inversión en cartera y la tenencia de activos líquidos.

Fuente: elaboración propia en base a datos de La Posición de Inversión Internacional (PII) de 2012 del INDEC (julio de 2013).

A partir de 2007, la fuga de capitales volvió a ser un problema, revalidando su carácter estructural en la economía argentina. Tal como puede apreciarse en los datos del cuadro 6.1, el stock de activos en el exterior, por parte del sector no financiero,

se duplicó, siendo en su mayoría inversiones en el corto plazo, lo que indicaría que esta salida de capitales no busca la diversificación de mercados para las empresas argentinas a través de inversiones directas<sup>170</sup>.

El stock de activos externos del sector no financiero, indicador de la fuga de capitales en Argentina, pasó de 109.166 millones de dólares en 2002 a 202.561 en 2012. Prácticamente se ha duplicado en sólo 10 años. En 2005 se produjo una ligera disminución por la repatriación de capitales, pero entre 2006 y 2007 la tenencia se disparó, pasando de 133.986 millones de dólares a 146.409 millones de dólares. El aumento que se aprecia entre los años 2008 y 2009 se corresponde con el aumento de los flujos de fuga de capitales que analizamos en el capítulo 3. El stock pasa de 148.733 a 161.918 millones de dólares. En 2011 se produjo el salto más significativo de la época, los activos en el exterior del sector no financiero pasaron de 171.673 millones de dólares en 2010, a 189.841 millones de dólares al año siguiente. Más de 18.000 millones de dólares en un año, más de lo que se pagó ese mismo año en concepto de servicios de deuda pública al exterior (15.500 millones de dólares).

Dentro de los activos externos del sector, el 84 % del total del stock de activos se concentran en el concepto de “otras inversiones”. Antes del 2001, la información se encontraba desglosada en las diferentes tipos de inversiones. Si bien no es posible determinar a qué inversiones se refieren estas “otras inversiones” de forma concreta, sabemos que en este concepto están incluidas las inversiones en cartera (lo indica en sus notas el INDEC), y descartamos que se trate de inversiones en el largo plazo, ya que éstas están representadas por la IED, cuyos datos se encuentran desglosados en inversiones en empresas e inmuebles. Así inferimos que estas inversiones corresponden a colocaciones de corto plazo o tenencia de activos líquidos.

Las inversiones en el corto plazo han sido las que más han crecido en este periodo. Entre 2002 y 2012, las inversiones directas (inmuebles y empresas) aumentan relativamente menos que las inversiones en el corto plazo. Las primeras crecieron 12.851 millones de dólares, a lo largo del periodo 2002-2012, y las segundas lo hicieron en 80.544 millones de dólares en el mismo periodo. Es decir, más del 86 % del aumento del total de la tenencia de activos en el exterior corresponde a inversiones en el corto plazo.

A partir de 2011, tal como se ha mencionado en el capítulo 3, comienzan a realizarse los controles al mercado de divisas, cuyo principal objetivo es poner freno a la salida de moneda extranjera, principalmente por el efecto que esto tendría sobre el pago de la deuda y el manejo de la política económica. Desde nuestro punto de vista, detrás de esta medida no existe la intención de frenar la fuga de capitales por sus efectos perniciosos en la economía, sólo evitar que las reservas mermen, lo que se desprende de la elección del momento en el que comenzaron a aplicarse los primeros controles. No fue en el momento en el que cobró importancia la salida de capitales por este concepto, sino cuando la financiación de la economía proveniente de las exportaciones comenzó a menguar y el resultado primario de las cuentas fiscales se volvió negativo.

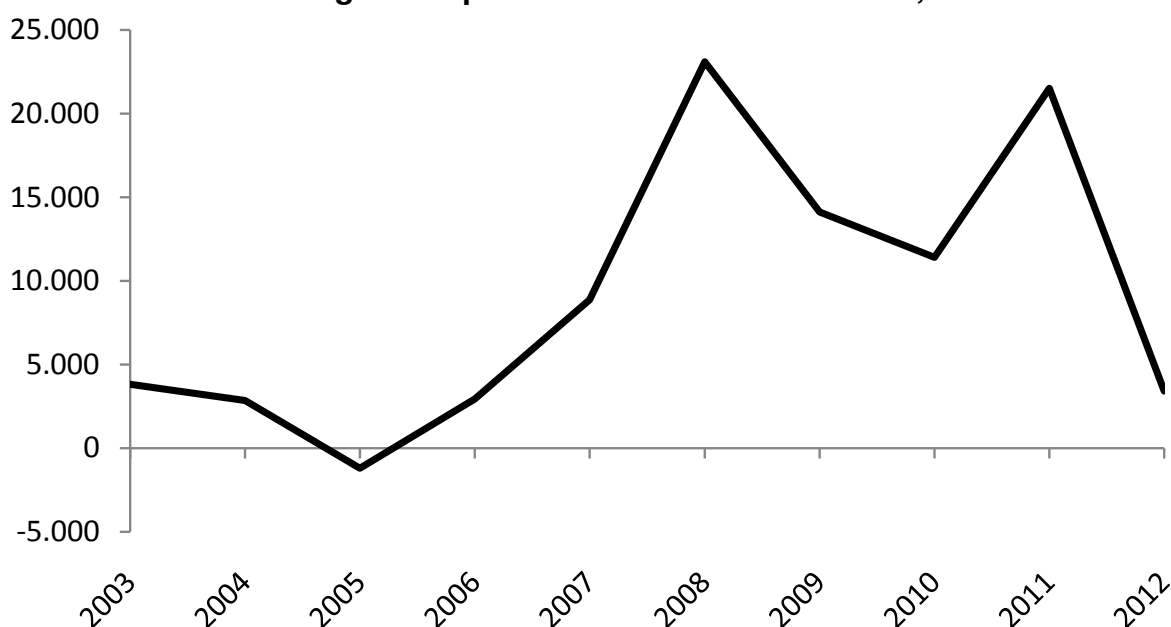
---

<sup>170</sup>Según estimaciones de James Henry (2012), el stock de capitales en el exterior llegaría a los 400.000 millones de dólares. Este autor utiliza el método residual de Balanza de Pagos y realiza un cálculo estimativo de la rentabilidad que han tenido esos capitales a lo largo de los años.

El fin es proteger las reservas internacionales para el pago de la deuda pública y la intervención en el mercado cambiario.

Como resultado de los controles en el mercado cambiario, la salida de recursos dirigida a la tenencia de activos en el exterior, habría sido significativamente menor en 2012 (3.404 millones de dólares) respecto de la producida en 2011 (21.504 millones de dólares). No obstante, el dato que se ofrece desde el Balance del Mercado de Divisas (autorizaciones para la compra de divisas con el fin de adquirir activos en el exterior) podría estar subvalorado. No sólo no contempla aquellos mecanismos que son de difícil cuantificación, como los relacionados con las operaciones comerciales y que mencionaremos a continuación, sino que tampoco contempla las salidas de recursos que se producen sin necesidad de pasar por el mercado de divisas para obtener moneda extranjera. Según el cálculo a través del método residual de la Balanza de Pagos, la fuga de capitales para el año 2012 habría sido de 10.861 millones de dólares.

**Gráfico 6.1: Fuga de capitales en millones de dólares, 2003-2012.**



Fuente: BCRA, Balance Cambiario (Mercado Único y Libre de Cambios).

El método residual de la Balanza de Pagos consiste en sumar la inversión extranjera directa, el endeudamiento externo público y privado, el saldo neto de la cuenta corriente y la variación de reservas internacionales. Su resultado refleja la salida de capitales locales (cuando es positivo) y la repatriación de capital local (cuando es negativo). Si bien posee algunos inconvenientes, consideramos que debe tenerse en cuenta dado la existencia del mercado paralelo de divisas y diversos mecanismos de fuga. Dentro de las debilidades del método residual encontramos que contempla como legítimos los fondos que salen vía subfacturación y sobrefacturación de exportaciones e importaciones, además de que determinadas operaciones que reducen los pasivos externos como, por ejemplo una declaración de *default*, disminuyen el resultado de la fuga de capitales. Por otro lado, según el método residual, durante el año 2001 el nivel de la fuga fue bajo en Argentina (Gaggero *et al.*, 2007, p.39), pero ya hemos visto en

el capítulo 2 que esto no fue así<sup>171</sup>.

Además de la tenencia de activos en el exterior, la fuga de capitales incluye otras modalidades que no pueden revelarse mediante este cálculo. Se trata de mecanismos ilegales que permiten además de sacar dinero de país, evadir la tributación de las empresas.

En el capítulo 3 mencionamos algunos como la sobrefacturación y la subfacturación de importaciones y exportaciones, los mecanismos relacionados con movimientos intrafirma, y el pago de precios inflados de *royalties*, licencias y otros servicios.

En el caso de la sobrefacturación de importaciones, las empresas declaran un importe más elevado del que se pagó por las importaciones realizadas. Luego de la implantación de los controles en 2011, el atractivo de este mecanismo se realza al permitir comprar moneda extranjera al tipo oficial, que resulta más barata que en el mercado paralelo, aunque se pagan más aranceles. Se realiza el pago a una subsidiaria de la propia empresa importadora que se encuentra en el exterior y ésta, a su vez, le transfiere el pago al proveedor, quedándose con la diferencia. Aunque se ha limitado la expansión de esta operatoria, mediante la vinculación de las importaciones autorizadas a las exportaciones, no se ha desarticulado por completo este mecanismo (Bercovich y Rebossio, 2013).

Con respecto a la subfacturación de exportaciones, el importe de la venta que se declara es menor, por lo que la cantidad que se paga en concepto de retenciones y la cantidad de moneda extranjera que se liquida en el Mercado Único de Divisas es menor también. A su vez, el importador paga la diferencia entre el precio real y el declarado en una cuenta en el exterior.

Existen otras operatorias, como la emisión de facturas de gastos que no existen de “sociedades fantasmas”, no sólo de bienes sino también de servicios<sup>172</sup>. Los bancos suelen participar de estas operatorias, creando sociedades anónimas o proporcionando a los exportadores nombres de empresas fantasmas a las que vender y comprar (Bercovich y Rebossio, 2013). Antes de la crisis, funcionaban oficinas vinculadas a “grandes bancos” que ofrecían a ciertos clientes la posibilidad de constituir activos externos sin registrar esta constitución de forma oficial<sup>173</sup>. Esto traía aparejado otros delitos como, por ejemplo, la alteración de los balances de las empresas (Gaggero *et al.*, 2007).

El comercio intrafirma y las operatorias en el mercado de valores forman parte de estas modalidades, ambas aplicadas por las empresas transnacionales. A través de los precios de transferencia o mediante operaciones con acciones, títulos públicos y derivados financieros, entre otros instrumentos, se envían fondos del mercado cambiario hacia plazas en el exterior.

La compra de activos emitidos localmente, que cotizan en mercados secundarios

---

<sup>171</sup>Según datos del Informe final de la Comisión Especial de la Cámara de Diputados 2001, 29.913 millones de dólares salieron de la economía ese año.

<sup>172</sup>El gobierno ha realizado investigaciones a empresas por la utilización de estos mecanismos. Para más información consultar Bercovich y Rebossio (2013).

<sup>173</sup>Se pensaba que estas operatorias había perdido importancia luego de la crisis, no obstante, la salida a la luz de las maniobras del HSBC en Argentina, demostró que continuaron luego de la crisis y no se limitaron a un solo banco. Véase *La Nación*, 17 de febrero 2015 y *Página 12*, 7 de junio 2015.

en el exterior, permite evitar la liquidación de dólares en el mercado cambiario local, los cuales pueden depositarse en cuentas en el exterior. Además de títulos públicos, principales activos financieros que cotizan en el exterior, existen instrumentos como los *American Depositary Receipt* (ADR) y los CEDEAR. Los primeros son títulos depositados en bancos estadounidenses de empresas constituidas en Argentina. Los CEDEAR son certificados que representan el depósito de acciones de sociedades extranjeras que no tienen autorización de oferta pública en Argentina. Estas acciones están depositadas en su mercado de origen y lo que se negocia es un certificado que acredita la existencia de dicho depósito. Es posible convertir los certificados que se emiten en Argentina en los títulos a los que representan, para luego venderlos en sus mercados, depositándose el importe de su venta fuera del país.

Además de la fuga de capitales, las empresas extranjeras participan del flujo de salida de recursos a través de la repatriación de utilidades y dividendos a las casas matrices. La ampliación de la participación del capital extranjero en la economía argentina en el periodo que abarca nuestra investigación incrementó, entre otras cuestiones, el pago de dividendos y utilidades, honorarios y *royalties* al exterior (Manzanelli y Schorr, 2013b). No contamos con estos datos desagregados para el sector no financiero, no obstante, serán analizados para el conjunto de los sectores en el capítulo 7.

En enero de 2012 se limita el giro de dividendos a los bancos extranjeros, limitación que se extendió a las empresas del sector no financiero ese mismo año. A partir de finales de 2012 se estableció que, para cualquier operación en el mercado de cambios que tuviera por objetivo el giro de dividendos al exterior, sería necesaria la autorización previa del BCRA, con un alto porcentaje de rechazos desde entonces.

A raíz de las limitaciones para el giro de dividendos cobró impulso el uso de la operatoria “contado con liqui” (nombre que adquiere el mecanismo que definimos unos párrafos más arriba como la compra de bonos y acciones en el mercado local y su venta en el extranjero), especialmente utilizada por las multinacionales. A través de ella, se realiza el envío de regalías a las casas matrices, asumiendo el costo de la devaluación de los mercados paralelos<sup>174</sup>. Al generalizarse este mecanismo, se elevó la cotización del dólar “contado con liqui”, es decir, la paridad que se utiliza para intercambiar el valor de los títulos que luego serán vendidos (Bercovich y Rebossio, 2013). En junio de 2012 el dólar “contado con liqui” se cotizaba a 6,71 pesos mientras que el dólar oficial lo hacía a 4,52 pesos<sup>175</sup>, es decir, los dólares para realizar esta operatoria resultan más caros. Durante este mes se limitó el uso de este mecanismos a las sociedades de bolsa, mientras que antes podía ser realizado también por las entidades bancarias y, aunque no ha sido un mercado importante, su relevancia está en los efectos que su uso tiene sobre las expectativas en la moneda nacional. Tanto la fuga de capitales como el pago de dividendos al exterior son recursos que dejan de invertirse en el país.

La fuga de capitales, además, llevó al crecimiento de la deuda pública en la década

<sup>174</sup>Bercovich y Rebossio (2013) recogen entrevistas de directivos de empresas que utilizan este mecanismo para la retirada de utilidades y dividendos del país.

<sup>175</sup>*La Nación*, 22 de Junio de 2012. <http://www.lanacion.com.ar/1484251-ya-se-paga-671-por-el-dolar-para-fugar-capitales>

de 1990, razón de su potencial desestabilizador. Fue uno de los elementos de presión sobre el ingreso de divisas vía endeudamiento público. El Estado acrecentaba su deuda para abastecer al sector no financiero de los dólares necesarios para retirar de la economía doméstica parte de sus ganancias. El potencial desestabilizador se expresa en esta presión sobre el ingreso de moneda extranjera que termina por afectar a las reservas internacionales (tal como sucedió en 2011), lo cual, en última instancia, puede llevar a un aumento de la deuda externa. Este potencial no se manifestó luego de la devaluación, principalmente, por el ingreso de divisas a través del comercio exterior y por permanecer la fuga inactiva durante los primeros años. Cuando la cuenta corriente comenzó a presentar resultados menos favorables y aumentó el desequilibrio fiscal se aplicaron los controles (recordemos que la fuga de capitales comienza a cobrar impulso en 2007, mientras que las restricciones son impuestas a partir de 2011).

Además de su dimensión macroeconómica, desde la que se puede evaluar su capacidad de desestabilizar la economía y de restar recursos a la inversión, la fuga de capitales constituye una causa de polarización social (Gaggero *et al.*, 2007), ya que, al no tributar, no recaen sobre ellos el peso de ciertos gastos públicos, como el que representa el pago de la deuda soberana. Por su parte, los dividendos no sólo dejan de ser reinversiones en producción argentina, sino que, además, son recursos que representan las rentas financieras del capital internacional.

Por último nos preguntamos si los controles han significado una medida con efectos de cambio estructural en la fuga de capital y en el comportamiento del capital extranjero.

Desde nuestro punto de vista, y más allá de la evidencia empírica a través de la que hemos podido ver las limitaciones de la medida, el momento en que ésta es implementada deja ver el fin que subyace a la misma: el mantenimiento del nivel de las reservas internacionales. Los controles se aplicaron en el momento en que las reservas internacionales comenzaron a verse presionadas, no sólo por los problemas de la cuenta corriente, sino también por la situación cada vez más acuciante de las cuentas públicas. Es decir, la medida no parece buscar una desarticulación de la fuga como problema estructural de la economía, sino que tendría como objetivo mantener el nivel de reservas internacionales para continuar controlando la paridad cambiaria y realizar, puntualmente, los pagos de la deuda pública, dos importantes señales para los mercados financieros internacionales. En el caso de la limitación del acceso a divisas para el giro de dividendos, no ha habido una reforma de la Ley de capitales extranjeros; los capitales extranjeros continúan conservando los mismos privilegios que sus pares nacionales. Estos controles pueden interpretarse como una cuestión temporal y coyuntural, cuyo retroceso no representaría un obstáculo infranqueable.

Hemos visto cómo el sector no financiero desempeña un papel “destacado” en la salida de recursos del país. Veremos cómo se financian estas empresas y el peso que tienen en ellas los intereses, elementos utilizados en su actual caracterización, necesarios para analizar el comportamiento del capital financiero en la dinámica económica.

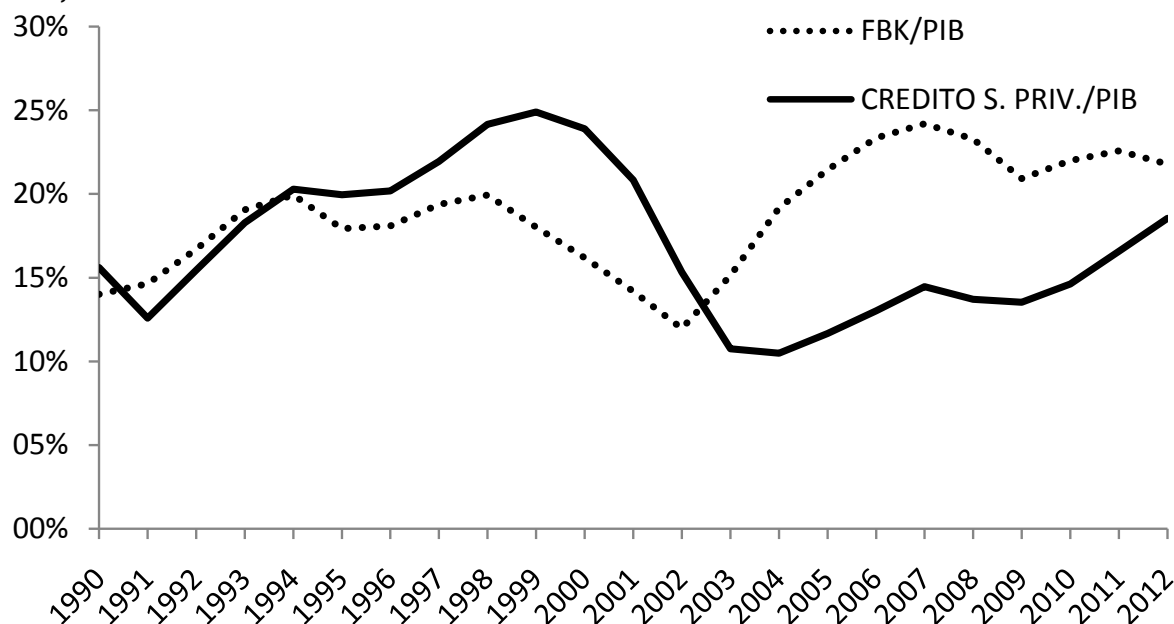
### 6.3 La financiación del sector no financiero entre 2002 y 2012

En las últimas décadas la financiación de las empresas provenientes de los bancos se ha ido reduciendo en términos generales, es decir, como una tendencia a escala mundial.

En este apartado veremos las diferentes fuentes de financiación de las empresas entre los años 2002 y 2012. En el capítulo 5 hemos analizado el vínculo entre el sector financiero y el sector productivo, en términos de financiación. Hemos visto que la financiación al sector privado se ha orientado, en buena medida, al consumo y, en menor medida, a la inversión en el largo plazo (gráfico 5.13) y a la industria (cuadro 5.8).

Comenzamos por observar en el gráfico 6.2 que, tanto la formación bruta de capital como el crédito privado en porcentajes del PIB, presentan una tendencia creciente, aunque el recorrido que siguen ambas variables no es del todo correlativo y la inversión resulta mayor al crédito. Por otro lado, vemos también que la proporción del crédito hacia el sector privado es más elevada en el periodo anterior. A pesar de ello, existe una diferencia significativa: el crédito al sector privado supera a la inversión en los años noventa, lo que nos estaría indicando que, en aquel momento, parte de los préstamos eran colocados en destinos alternativos a la inversión productiva.

**Gráfico 6.2: Crédito interno al sector privado e inversión como porcentaje del PIB, 1990-2012.**



Fuente: Banco Mundial.

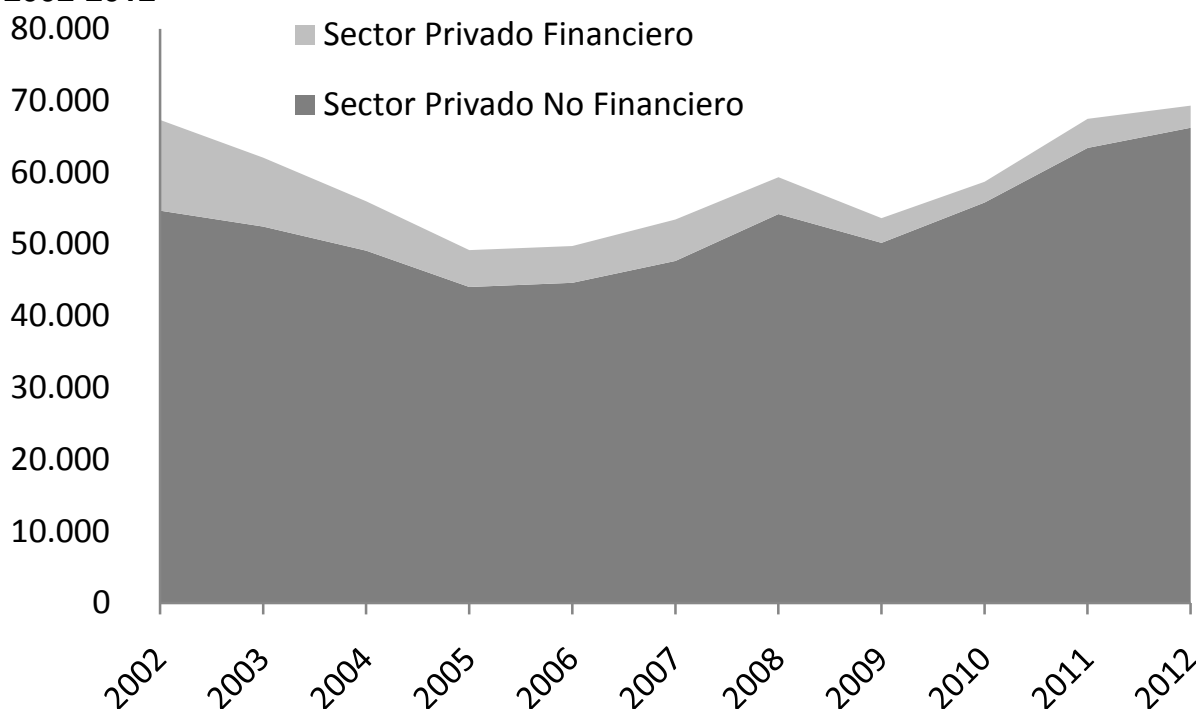
La diferencia que existe entre la formación bruta de capital y el crédito privado entre los años 2002 y 2012, sería mayor si sólo tuviéramos en cuenta el crédito al sector productivo. Sin embargo, la diferencia se aprecia igualmente, poniendo de manifiesto el lugar de la autofinanciación en este periodo<sup>176</sup>.

<sup>176</sup>Las transferencias al sector a través de subsidios públicos han sido relevantes en el periodo.



Uno de los elementos que podría estar reemplazando al crédito interno es la financiación internacional, cuya evolución queda reflejada en los datos del gráfico 6.3, el cual nos muestra cómo el stock de endeudamiento privado cae desde 2002 hasta 2005. A partir de entonces comienza a recuperarse, coincidiendo con el primer canje de la deuda, aliviando la desconfianza de los mercados internacionales. El total del endeudamiento externo del sector privado en 2012 ascendió a 69.309 millones de dólares (15,8 % del PIB).

**Gráfico 6.3: Stock de endeudamiento externo privado \* en millones de dólares, 2002-2012**



\* Los datos se calculan a diciembre de cada año.

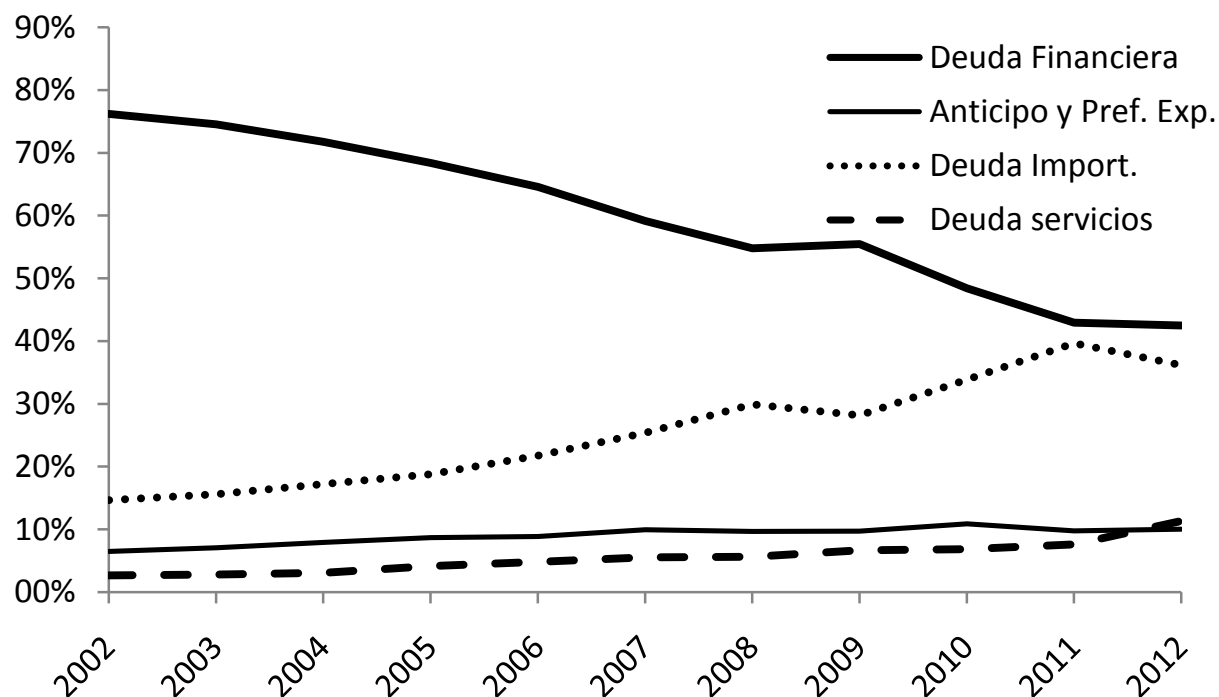
Fuente: BCRA, Estadísticas, Deuda externa privada.

El stock de endeudamiento internacional del sector no financiero alcanza 66.231 millones de dólares en 2012. Parte de 54.671 millones de dólares, es decir que en el periodo se incrementa 11.559 millones de dólares. No sucede lo mismo con el endeudamiento del sector financiero que, además de ser mucho menor, se reduce, pasando de 12.545 millones de dólares a 3.078 millones de dólares. El bajo endeudamiento exterior de la banca fue una de las razones que impidió el impacto inmediato de la crisis internacional en 2007. La mayor parte del endeudamiento internacional, entonces, corresponde al sector no financiero, el 96 % del total en 2012. Incorporado a estos datos los obtenidos en el epígrafe anterior, llegamos a la conclusión de que el sector no financiero es la fracción del sector privado que más capitales saca de la economía y, a la vez, la que más se endeuda con el exterior<sup>177</sup>.

<sup>177</sup>La tenencia de activos del sector financiero alcanzaba en 2012 los 3.170 millones de dólares, bastante menos significativo, en comparación a los 202.561 millones de dólares en manos del sector no financiero (cuadro 6.1).

Según los datos presentes en el gráfico 6.4, la deuda financiera del sector privado no financiero pasa de representar el 76,2 % de la deuda externa total del sector en 2002 al 42,5 % en 2012, mientras que la financiación a importaciones crece del 14,7 % al 36,2 %, para los mismos años. En relación a esto último, es posible que se deba a las restricciones cambiarias de 2011, puesto que el acceso a divisas para devolución de deudas es más flexible que para el pago de importaciones.

**Gráfico 6.4: Participación de distintos tipos de endeudamiento en la deuda externa total del sector privado, 2002-2012.**



\* Para más detalles véase el cuadro 12 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del BCRA.

Hay un cambio de tendencia de la financiación externa al sector privado, con una reducción importante de los créditos financieros. No obstante, las conclusiones que podemos inferir de estos datos siguen siendo parciales, puesto que no es posible saber hacia donde fluyen estos préstamos financieros externos, si a la producción, al consumo o hacia la especulación.

Con respecto a la financiación mediante los mercados de capitales, ésta cobró fuerza en la década precedente. En el proceso de privatizaciones se utilizó la emisión de obligaciones de las empresas para obtener parte de la financiación para su propia compra. La emisión de obligaciones de las grandes empresas en los mercados internacionales aumentó, en general, en este periodo (Basualdo, 2000).

En los últimos años del periodo que nos ocupa, la emisión de obligaciones fue más utilizada que la emisión de acciones como instrumento para obtener recursos de los mercados de capital, como puede corroborarse en el cuadro 6.2, aunque sólo tenemos la información desagregada para el sector no financiero, correspondiente al periodo entre los años 2009 y 2012. La obtención de capitales mediante los mercados

de valores, a través de la emisión de acciones y obligaciones, ha sido menos significativa que la financiación externa e, incluso, que la financiación bancaria. En 2012 el flujo de financiación bancaria hacia el sector no financiero fue de 11.107 millones de dólares, la financiación proveniente del sector externo fue de 2.813 millones de dólares y la financiación a través mercado de valores fue de 2.686 millones de dólares. Si bien la financiación proveniente del sector financiero doméstico es mayor, ya hemos podido ver en el cuadro 5.8 (capítulo 5) que su orientación al sector no financiero es decreciente, su participación se reduce del 77 % en 2002 al 64 % en 2012.

Para la elaboración del cuadro 6.2 utilizamos los datos presentes en los “Informes de Financiamiento”, publicados por el IAMC, al que hemos restado las acciones y obligaciones emitidas por entidades financieras que cotizan en bolsa para cada año. Las Pymes comienzan a financiarse a través del mercado de capitales a partir de 2005, aunque su financiación es poco significativa en relación al total de las emisiones.

**Cuadro 6.2: Financiación de empresas del sector no financiero a través del mercado de capitales en millones de dólares, 2002-2012.**

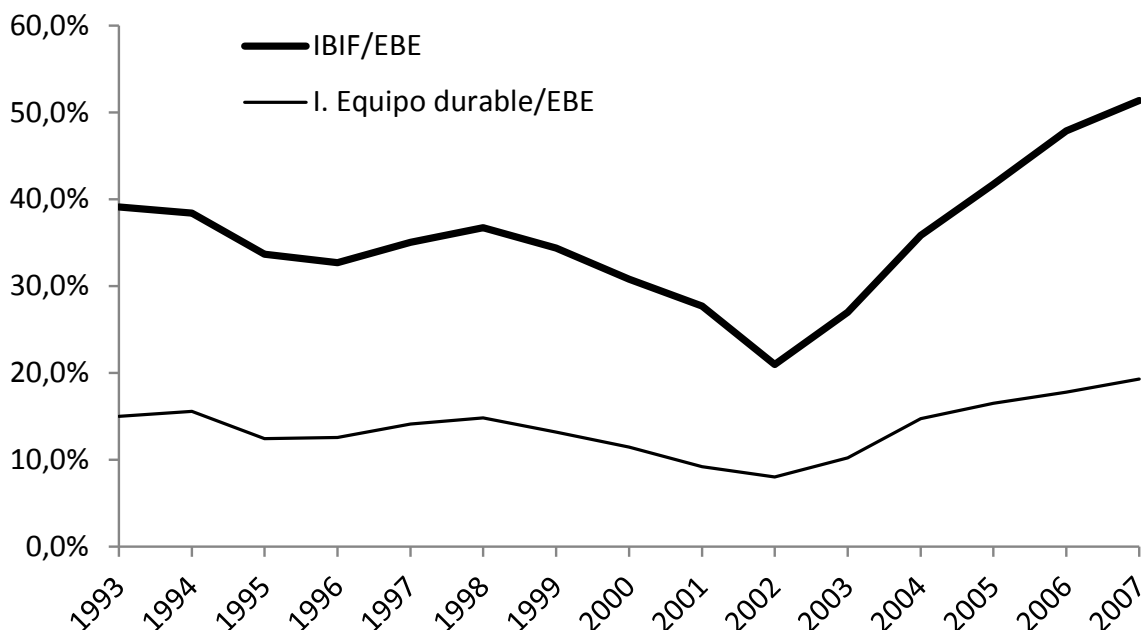
	2009	2010	2011	2012
<b>Total</b>	<b>938</b>	<b>2.169</b>	<b>830</b>	<b>2.686</b>
<b>ON</b>	476	2.005	771	2.661
<b>Acciones *</b>	462	164	59	25

\* El dato más exacto sería calcular las emisiones menos la compra de acciones de las empresas del sector no financiero, por representar financiación dentro del propio sector, pero carecemos de ese dato para el total de las empresas que cotizan en bolsa.

Fuente: elaboración propia en base a datos de los Informes de 2009, 2010, 2011 y 2012 del Financiamiento de Empresas a través del Mercado de Capitales del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (IAMC).

En 2002, al comienzo de la etapa de recuperación de la actividad económica, el crecimiento se sostuvo en base a una mayor utilización de la capacidad instalada (Basualdo, 2011), pero a medida que se manifiestan los síntomas del crecimiento las inversiones irán creciendo a través de la autofinanciación. Si bien la recuperación del sistema financiero local llevó un aumento del crédito privado, el crédito a largo plazo ocupa un lugar secundario. Por otro lado, el crédito externo recién se recuperará en 2005 aunque, como hemos visto, mayoritariamente compuesto por crédito comercial.

**Gráfico 6.5: Inversión bruta fija e inversión en equipo durable como porcentaje del EBE, 1993-2007.**

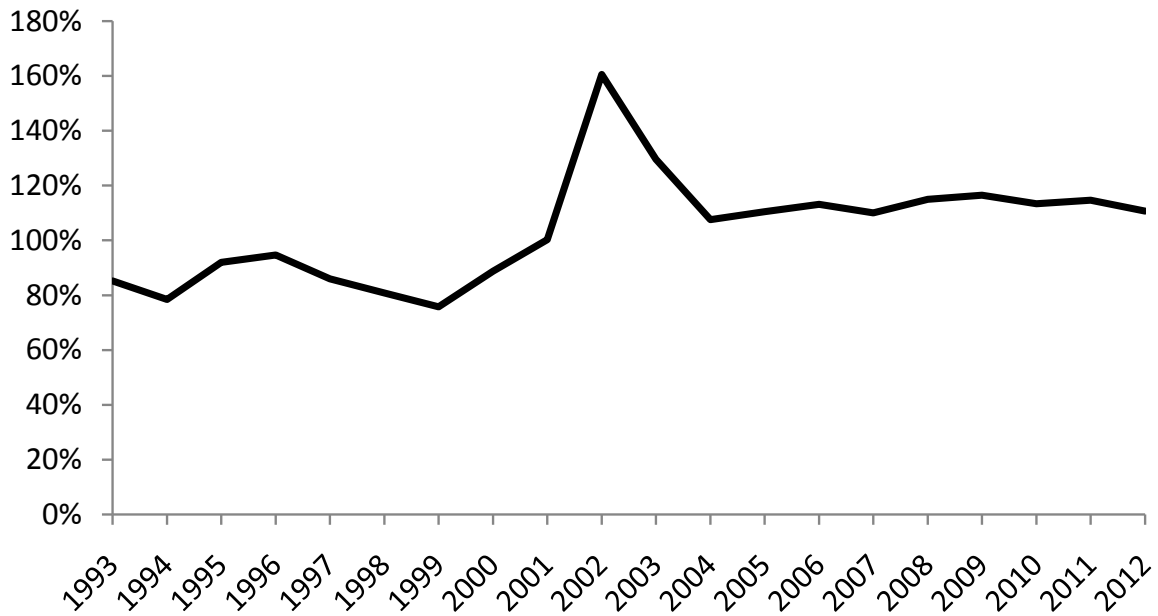


Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Hemos utilizado como datos de autofinanciación la proporción de la inversión en el excedente bruto de explotación. Un aumento de este indicador nos estaría diciendo que una porción mayor de beneficios volvería al proceso productivo. Hemos calculado también la proporción de bienes durables en el excedente bruto de explotación. Este indicador nos muestra la proporción de beneficios destinada a la inversión en maquinaria y transporte. Podemos ver que la inversión bruta interna fija (equipos durables y construcción) en el beneficio aumenta en el periodo. En el caso de la IBIF total, alcanza su máximo nivel en 2007, llegando al 51,4 %, como puede apreciarse en el gráfico 6.5. es una tendencia diferente a la presente en el periodo anterior. Desafortunadamente, sólo tenemos el cálculo del EBE hasta 2007.

Si analizamos sólo la evolución de la inversión en equipos durables, recién en 2005 supera los niveles entre 1993 y 2001 y, aunque sigue una tendencia creciente, no llega a superar el 20 %. Es decir que, aunque crece, supera levemente el nivel presente en el periodo anterior.

**Gráfico 6.6: Autofinanciación de la economía, 1993-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Otro indicador aproximado de la autofinanciación del sector no financiero es el cálculo de la autofinanciación para el conjunto de la economía, calculado como Ahorro Nacional Bruto/ IBIF. Este indicador nos muestra cuanta inversión proviene del ahorro nacional (recursos propios). Como podemos ver en los datos del gráfico 6.6, la autofinanciación es mayor en la post-convertibilidad que durante los años noventa y sigue una tendencia ligeramente creciente hasta 2009. A partir de este momento irá menguando levemente. El máximo nivel de autofinanciación se alcanza en 2002, lo que se explica por la situación crítica en la que se hallaba el sistema bancario luego del estallido de diciembre de 2001. En esos momentos las entidades financieras no poseían liquidez, cuestión que se agravaba con la presión de los juicios para obtener los depósitos retenidos en el “corralito”. Por otro lado, los tipos de interés se había disparado como consecuencia de la situación de inestabilidad y de la necesidad de retener los recursos en las entidades financieras. Por estos motivos, los préstamos no se recuperan hasta el año siguiente.

En definitiva, vemos que la autofinanciación aumenta en el periodo, tal como muestran los indicadores que hemos utilizado para medirla: la proporción de la inversión en los beneficios y el ahorro nacional sobre la inversión. La financiación internacional del sector no financiero desciende al comienzo del periodo pero se recupera a partir de 2005. No obstante, muestra una tendencia creciente hacia la financiación comercial. La financiación proveniente de los mercados financieros ha sido menor que la internacional y no ha seguido una tendencia definida.

#### **6.4 Los cambios en el origen de las rentas financieras y en la inversión en la post-convertibilidad**

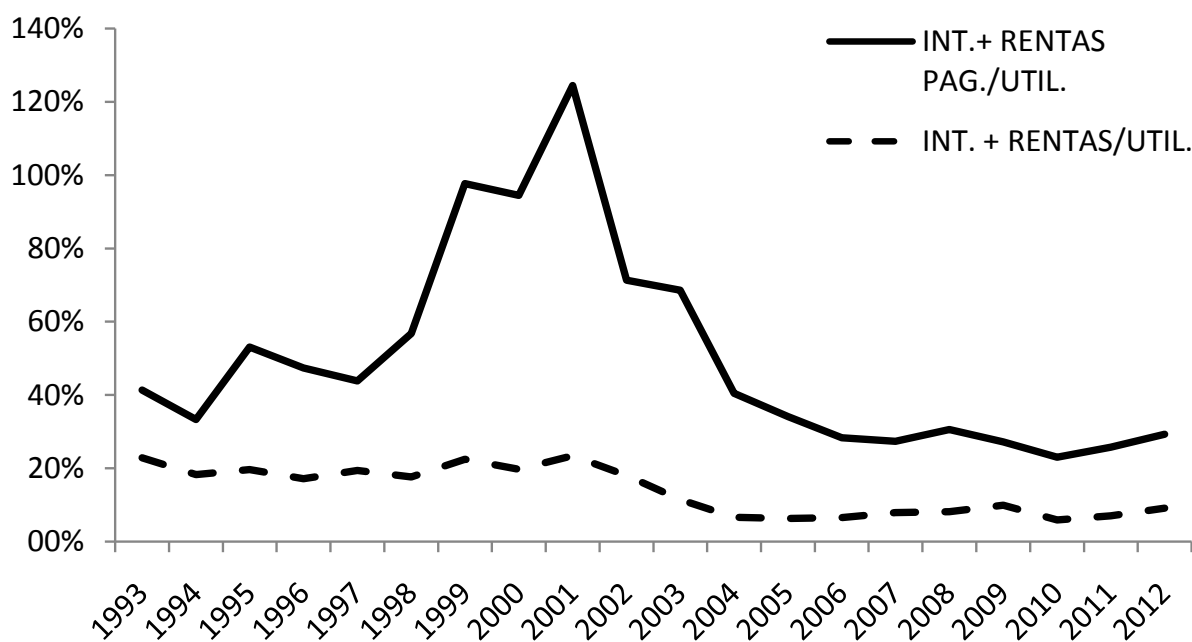
La intervención en los mercados financieros por parte de las empresas no se reduce a la búsqueda de financiación, las grandes empresas a escala mundial se convierten en inversoras en el corto plazo, diversificando sus actividades más allá de las que representan su negocio principal mediante la compra de activos financieros. El peso de intereses pagados y cobrados, y el reparto de dividendo se han convertido, por otra parte, en indicadores de la incursión de las finanzas en el sector no financiero y de su nuevo comportamiento más orientado hacia el corto plazo.

En este apartado, a través de las rentas financieras y del comportamiento de la inversión no acercaremos a algunos aspectos de la relación que existe entre el proceso de acumulación y el vínculo de las finanzas y el sector no financiero.

Entre los indicadores que suelen utilizarse en los enfoques de la financiarización cuando se habla del nuevo comportamiento de las empresas se encuentran la evolución del reparto de dividendos y la participación de intereses en gastos e ingresos. Estos suelen ser parte de la punción financiera que al aumentar llevaría a una caída de la inversión, ya sea como resultado de esta punción, lo que deja menos recursos para la reinversión, o como reflejo de los problemas que presenta la producción, lo que lleva a que estos componentes aumenten en importancia. Ambos caminos son posibles y no excluyentes. No obstante, desde nuestro punto de vista, la posición preponderante del capital financiero en la dinámica económica puede convivir con niveles de inversión crecientes. Un análisis de la composición de la inversión puede arrojar luz sobre las razones de dicha convivencia.

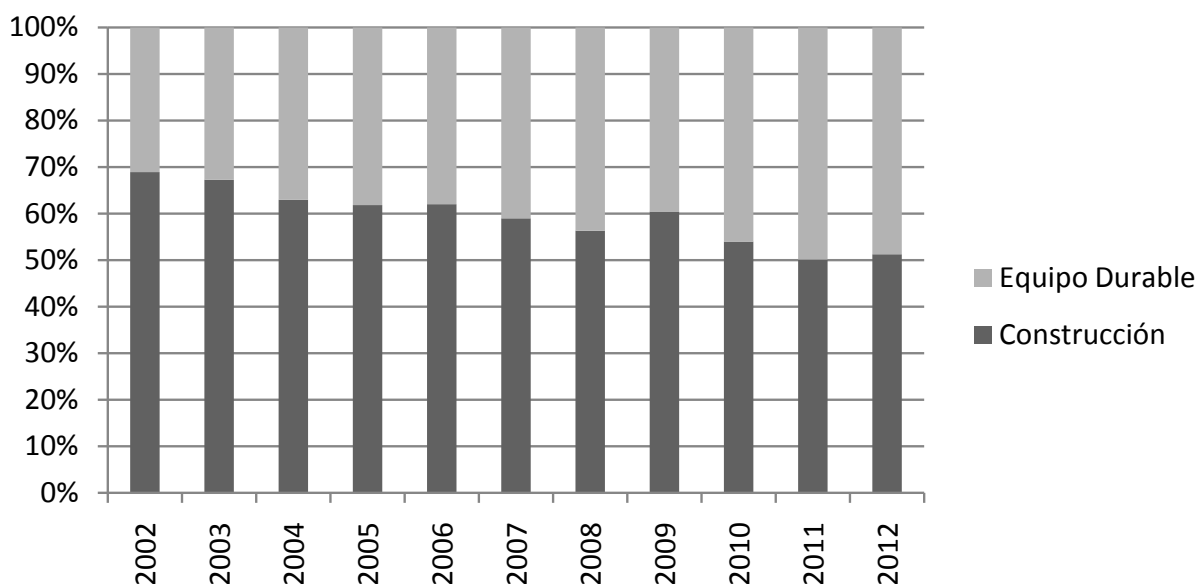
Veamos en primer lugar, que sucede con los intereses y rentas financieras en este periodo. En base a los datos la ENGE hemos analizado el peso de los intereses y las rentas financieras pagadas y cobradas como porcentaje de las utilidades en este periodo. Además hemos incluido los datos del periodo anterior. Como puede observarse en el gráfico 6.7, los intereses y rentas financieras pagadas y obtenidas como porcentaje de la utilidad de estas empresas son menores a las presentes en el periodo de la “valorización financiera”. Si bien hasta 2004 presentan niveles muy significativos en el caso de las rentas financieras pagadas, de aproximadamente el 40,5 % de las utilidades, lo cierto es que se reducen al 29,3 % al final del periodo. No creemos que esta cuestión esté relacionada con un desplazamiento en la importancia del capital financiero, sino que es consecuencia de lo sucedido en diciembre de 2001: la autofinanciación cobra importancia y se reducen los tipos de interés. En el caso de las rentas financieras que ingresan a las empresas, se reducen a la mitad (18 % al 9 % del beneficio) entre 2002 y 2012.

**Gráfico 6.7: Intereses y otras rentas financieras como porcentaje de los beneficios (500 grandes empresas), 1993-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Encuesta General de Grandes Empresas (ENGE).

**Gráfico 6.8: Composición de la inversión bruta interna fija, 2002-2012.**



\* Para más detalles véase el cuadro 13 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Respecto al desvío de recursos hacia inversiones en el corto plazo, hemos analizado algunos datos sobre activos financieros de 99 empresas industriales argentinas que cotizan en bolsa presentes en la base de datos ORBIS. Estos datos nos han mostrado un aumento en la tenencia de estos activos; en 2005 mantenían en valores el 15 % de sus activos, mientras que en 2012 ese porcentaje se incrementa al 19 % <sup>178</sup>. Sin embargo, consideramos que el verdadero desvío de recursos está representado por la salida de capitales y no por la inversión en activos financieros. El sector no financiero tiene activos en el exterior vinculados, en su mayoría, a inversiones en el corto plazo (cuadro 6,1), correspondientes al 84,2 % del total de estos activos en 2012.

Veamos que pasa con la inversión, que como ya hemos comentado crece como componente del beneficio. Con respecto a su composición, la construcción es su componente principal. No obstante, la inversión en bienes durables aumenta del 31 % en 2002 al 49 % del total de la IBIF en 2012, como muestra el gráfico 6.8.

Dentro de la inversión en bienes durables, la evolución de la maquinaria y equipo sigue una tendencia decreciente hasta 2008, según el gráfico 6.9. Se recupera en 2009, para volver a caer al año siguiente. Si bien su tendencia es creciente a partir de 2010, llegando a representar el 69 % de las inversiones en bienes durables, no llega a los valores del año 2002, donde representaba el 75 % de la inversión total en bienes durables. Es decir, aunque la inversión crece, su componente principal continúa siendo la construcción. Por otro lado, si bien los bienes durables aumentan su participación, las maquinarias como componente disminuyen hasta 2008 y su recuperación posterior no logra alcanzar los niveles del principio de la década. Es decir, hay un crecimiento de la inversión, como se aprecia en el gráfico 6.2, pero con un impacto menor en el sector productivo del que parece tener si sólo se tienen en cuenta los datos de la inversión sin desagregar.

Vemos que el comportamiento del sector no financiero, más allá de su financiación, se debate entre el cortoplacismo de sus tenencias en el exterior y el aumento de una inversión que no termina de ser “genuinamente” productiva, con la construcción a la cabeza y el descenso en importancia de la maquinaria en las inversiones de bienes durables.

## **6.5 Vínculo entre el agro y el capital financiero**

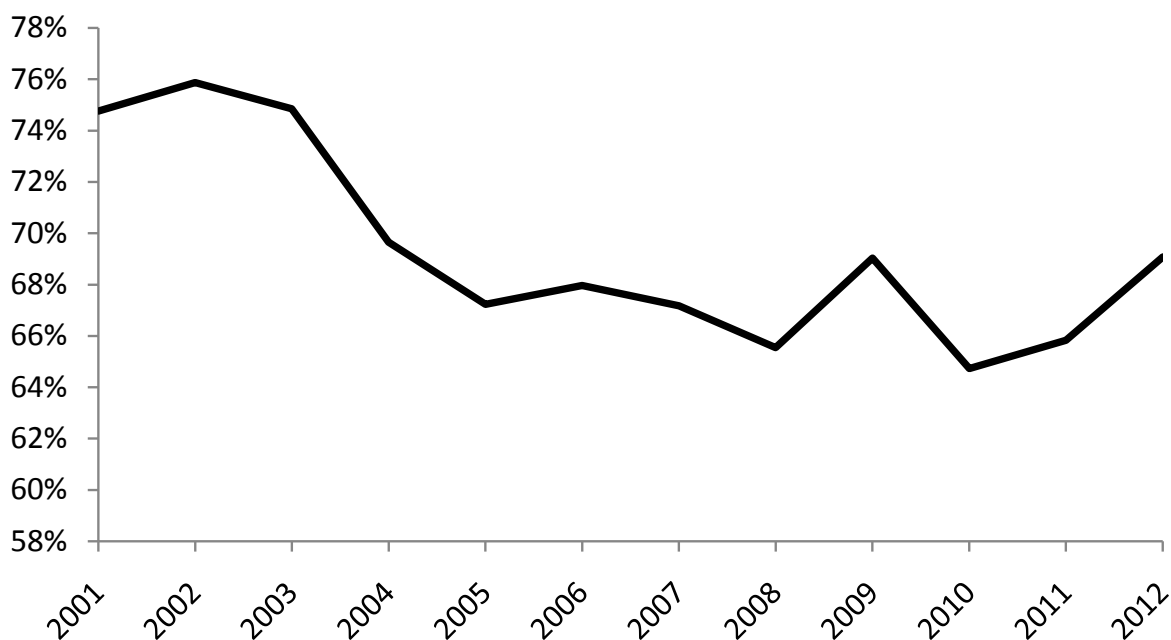
El surgimiento de instrumentos que permiten asegurar las transacciones comerciales en el mercado de las materias primas, respecto de las variaciones del tipo de cambio (como futuros y otros instrumentos de protección de riesgo), abre un mercado secundario para ellos, en el que el intercambio de los bienes queda en un segundo plano y la ganancia financiera se vuelve la protagonista. Las crisis financieras que se sucedieron desde comienzos del siglo XXI han dado lugar a que los mercados vinculados a las materias primas aumenten la recepción de aquellos capitales que encontraban dificultades para rentabilizarse en otros mercados financieros.

---

<sup>178</sup>Para el detalle de la muestra de empresas consultar anexo estadístico.



**Gráfico 6.9: Porcentaje de la inversión en maquinaria y equipo en la IBIF, 2002-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Esto ha generado un vínculo entre las finanzas y el agro, impactando en un alza en los precios de estas *commodities*. En el caso argentino, este impacto ha sido de suma importancia por tratarse de un país cuyas exportaciones son, en su mayoría, productos agrícolas y manufacturas de origen agropecuario. La evolución creciente de los precios de productos primarios, especialmente de la soja, ha permitido una temprana recuperación de las cuentas públicas a través de las retenciones, luego de la crisis, así como el posterior superávit de la cuenta corriente y la acumulación de reservas internacionales, pasando a jugar un papel esencial en la economía argentina de este siglo<sup>179</sup>.

Una de las cuestiones que remarca (Basualdo, 2011) es que el vínculo entre el sector agroexportador y el capital financiero se pone de manifiesto en el conflicto del campo que desencadena el intento de implementación de las retenciones móviles en 2008 (véase capítulo 3). Según este autor, existe un vínculo entre el agro pampeano y la especulación financiera desde la dictadura, relacionado con la aparición de los derivados financieros (*forwards*, futuros, *swaps* y opciones) como resultado de la puesta en vigencia de los tipos de cambios múltiples. Estos derivados se convierten en activos financieros relevantes, como comentamos al inicio de este epígrafe.

En efecto, tradicionalmente el mercado de futuro tenía la función para el productor de asegurarse determinado ingreso por sus productos a partir de acordar su precio futuro en dicho mercado. Posteriormente, a esa función se le agrega otra que consiste en obtener ganancias financieras. Nuevamente, esta mutación al igual que la anterior tiende a unificar los intereses de los terratenientes y las otras frac-

<sup>179</sup>El elevado precios de las *commodities* se ha atribuido también al incremento de la demanda china y a la aparición de los agrocombustibles.

ciones de capital agrario porque todas ellas operan, solas o asociativamente, en esos mercados - con las diferencias del caso en el giro de las operaciones - y tiende a unificarlos también en oposición a la Resolución n° 125 porque la misma obstaculiza la realización de operaciones especulativas (Basualdo, 2011, p.153).

Si se hubiera aplicado la resolución, un aumento de precio podría haber significado un aumento de las retenciones, lo que significaría que el exportador recibiría una cantidad menor de dólares, que luego liquidaría en el mercado interno recibiendo menos pesos. Un aumento de precios no tendría por qué implicar un mayor ingreso. Al invertir en instrumentos de seguro de riesgo que contemplan el conjunto de las retenciones, los inversores podrían perder, independientemente de que el precio de la soja se elevara.

Este tipo de instrumentos financieros no son muy significativos en el total del volumen operado en el mercado de capitales argentino. Según datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, su participación creció un 8 % entre 2002 y 2004. Este último año fue en el que mayor participación tuvieron: el 1,8 % del total del volumen operado en el mercado. A partir de este año su participación desciende hasta 2008, cuando crece nuevamente. En 2011 fue del 0,55 %, mientras que en 2002 representaba el 0,15 %. Los futuros son los instrumentos menos importantes en los mercados financieros argentinos. En 2002 y 2003 consiguen su mayor participación del periodo: 0,25 % y 0,64 % del total del volumen operado en el mercado.

Además del negocio de los derivados financieros que vincula al capital financiero con la oligarquía pampeana, existe otro vínculo, los llamados *Pools* de Siembra. Los *Pools* de Siembra y los Fondos de Inversión Agrícola surgen en la década de 1990 y corresponden a la producción de naturaleza financiera. Se trata de empresas que aseguran un rendimiento determinado a los inversores. Arriendan grandes extensiones de tierras para producir y contratan equipos con el fin de aprovechar las economías de escala. Los beneficios se reparten entre los participantes que, legalmente, se organizan en la figura de fideicomisos agropecuarios<sup>180</sup>.

No obstante, los *Pools* de Siembra y los Fondos de Inversión Agrícola pertenecientes a los capitales financieros son poco significativos sobre el conjunto de las tierras destinadas a la agricultura. Según el Censo Nacional Agrario de 2002 (último año disponible), sólo el 8 % de la superficie de las tierras cultivadas estaban arrendadas (Basualdo, 2011, p.45).

Su importancia radica no tanto en su participación en la producción agraria, sino por ser uno de los actores que controla la elevada rentabilidad de la soja<sup>181</sup> (Katz, 2008). A través de los *Pools* de Siembra y de los Fondos de Inversión, el capital financiero participa del negocio de la soja y, por lo tanto, de los beneficios obtenidos por el

<sup>180</sup>Un fideicomiso es un contrato de cesión en el que un *fiduciante*, propietario original de algún conjunto de activos, otorga la propiedad de estos a un agente, el denominado *fiduciario*, para que la ejerza en beneficio de un tercero, el llamado *beneficiario* del fideicomiso. Cuando se cumple el plazo u objetivo por el cual se establece el contrato, los bienes residuales se traspasan en propiedad definitiva a quien sea nombrado *fideicomisario*, que frecuentemente es el propio beneficiario (puede ser otra persona o incluso el fiduciante) Fernández (2009).

<sup>181</sup>La consultoría Goagro establece una rentabilidad entre el 8 % y el 38 % para sus fondos de inversión agrícola. Consultar en: [http://www.goagro.com.ar/inve\\_fondos.asp?idSec=2&idItem=1](http://www.goagro.com.ar/inve_fondos.asp?idSec=2&idItem=1)

sector exportador, central en la dinámica económica argentina desde 2002.

\*\*\*

A lo largo de este capítulo hemos visto cómo el sector no financiero continúa con su tendencia de sacar fuera de la economía argentina parte importante de sus recursos a través de la tenencia de activos, aunque este flujo ha sido limitado a partir de las restricciones al acceso de divisas a partir de 2011.

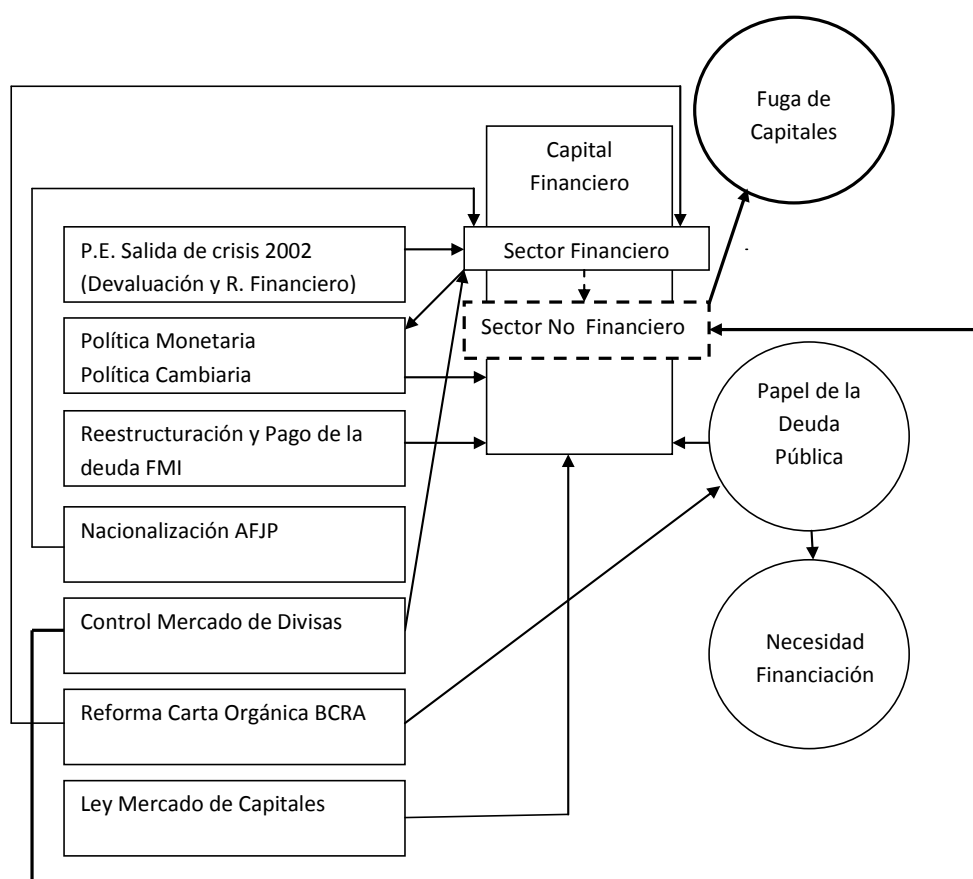
Por otro lado, hemos visto como los intereses pagados por las empresas del sector no financiero se han reducido respecto al periodo anterior. El hecho de que los intereses pagados en el balance de las grandes empresas se hayan reducido está vinculado a la caída de los tipos de interés respecto al periodo de la convertibilidad.

El vínculo entre el sector no financiero y el sector financiero no se ha alterado, lo analizado en este capítulo refuerza lo concluido en el capítulo anterior. Aunque la inversión crece en este periodo, no puede establecerse una conexión directa con el crédito privado. En este sentido, la tendencia existente en el periodo anterior, donde el crédito superaba el nivel de inversiones, se desarticula, aunque el sistema financiero sigue sin contribuir de manera determinante a una inversión de mayor “calidad” y, en última instancia, al desarrollo del país.

La supervivencia de las características del capital financiero y su vínculo con el sector no financiero, invita a reflexionar acerca del alcance de las modificaciones en el ámbito de la regulación. No se han realizado reformas profundas que hayan orientado las finanzas en función del ámbito de la producción y del desarrollo. Las empresas han obtenido financiación de sus propios recursos. Por otro lado, las limitaciones a la salida de capitales se han implementado una vez reanudado el proceso de fuga y en respuesta a la caída de reservas internacionales. Estas limitaciones no se han aplicado mediante la reforma de la ley de capitales extranjeros, por lo que la medida adquiere un carácter temporal.

En el siguiente capítulo abordaremos el análisis los flujos internacionales de capital. El papel del capital que entra y sale de país ha tenido enorme relevancia en el pasado, tanto en el funcionamiento del proceso económico, como en la inserción financiera internacional, por lo que su análisis resulta necesario para comprender más ampliamente el papel del capital financiero en el funcionamiento reciente de la dinámica económica argentina.

**Esquema 6.1. Variables de análisis del capítulo 6.**





---

## **Los flujos de capital financiero internacional**

---

En este capítulo incorporaremos al análisis los flujos de capitales extranjeros en relación con las necesidades de financiación que presenta la economía argentina. Este análisis debe ser tenido en cuenta a la hora de estudiar el comportamiento del capital financiero en la dinámica económica por la relación que tienen estos flujos de capital con la posición dependiente de los países subdesarrollados en el sistema financiero mundial.

En el caso argentino, la dependencia del capital financiero internacional ha tenido una expresión particular en el periodo de la “valorización financiera” relacionada con la necesidad de financiación por parte del Estado, generada por el sostenimiento de la política económica (Plan de Convertibilidad) y el pago de los intereses de la deuda externa. El déficit de la cuenta corriente presente en los años noventa y la fuga de capitales también fomentaban esa dependencia.

Para ampliar el análisis, entonces, incorporaremos el capital financiero internacional y su relación con la economía argentina. En primer lugar veremos las necesidades de financiación del Estado en la post-convertibilidad. En este sentido, responderemos a la pregunta de cuál ha sido en este periodo la función de la política económica, cuestión relevante si tenemos en cuenta que su orientación ha cambiado respecto del periodo neoliberal. También incluiremos, a modo de repaso, algunos elementos referentes a deuda externa y sus intereses, puesto que ya ha sido analizada en profundidad en el capítulo 4. En segundo lugar, veremos cuál ha sido la función del comercio exterior, de la repatriación de dividendos y de la fuga de capitales (stock de activos del sector no financiero en el exterior). Esta última variable ya ha sido analizada en el capítulo 6, no obstante, al igual que la deuda externa, incluiremos algunos elementos que nos facilitarán la comprensión a la hora de seguir el hilo conductor del presente capítulo. Para finalizar, nos detendremos en las fuentes de entrada de capital internacional, lo que nos permitirá tener en cuenta todas las variables necesarias a la hora de describir cuál ha sido la necesidad de financiación internacional de la economía argentina en su conjunto.

### **7.1 Necesidades de financiación del Estado**

El 2002 se convierte en un año de transición. La política económica aplicada para la salida de la crisis tuvo un impacto muy positivo en términos de la rápida recuperación de la actividad, aunque, como veremos en el siguiente epígrafe, la subida de precios internacionales de los productos que exporta argentina resultó igualmente de-

terminante para dicha recuperación.

La política económica influyó en las necesidades de financiación del Estado. En el caso de las políticas monetaria y cambiaria, a diferencia del Plan de convertibilidad, no fomentaron la necesidad de entrada de divisas para mantener la base monetaria al 100 %. En este sentido, pareciera que el fin de la convertibilidad daría paso a una mayor independencia en cuanto a la entrada de divisas. Sin embargo, el requerimiento de divisas continuó con el fin de mantener la paridad competitiva del peso a través de la intervención en el mercado cambiario.

La diferencia fundamental en estos años se encuentra en la fuente de ingreso de moneda extranjera. No se trató de la emisión de endeudamiento público como instrumento de atracción, sino que en su lugar, las exportaciones (favorecidas por el impacto de los elevados precios de los productos exportables del país) y la liquidación de moneda extranjera en el mercado único sostuvieron la política cambiaria.

La sostenibilidad de la paridad cambiaria a favor de la competitividad de la moneda, también llamada política de “dólar caro”, ha sido el pilar del modelo macroeconómico a lo largo de todo el periodo. Su principal finalidad fue mantener el superávit comercial y el ingreso de divisas a la economía. Sin embargo, no pudo sostener por sí sola las condiciones de la cuenta corriente. Sus efectos se fueron agotando hacia 2007 y, en 2011, el déficit comercial llevó a que se aplicaran las primeras medidas de control de importaciones y de acceso a las divisas en general, mencionadas en el capítulo 3 y el capítulo 6 de este trabajo.

La intervención en el mercado cambiario y la obligación de los exportadores de liquidar sus ingresos en el mercado local permitieron la acumulación de reservas internacionales del Banco Central. Éstas, a su vez, permitieron la intervención para el control de la paridad haciendo uso de la colocación de títulos de esta entidad.

Por otro lado, las retenciones aplicadas a las exportaciones realizadas por el país se convirtieron, a su vez, en un recurso muy importante en términos recaudatorios y, junto con la declaración de la suspensión de pago de la deuda, fueron dos de los factores que permitieron el alivio de la delicada situación en la que se encontraban las cuentas públicas en 2002<sup>182</sup>. Pero la presión sobre las cuentas fiscales vuelve tras la reestructuración de la deuda *defaulteada*.

En el capítulo 4 hemos analizado en detalle los mecanismos de la deuda que mantuvieron su rentabilidad elevada y, por lo tanto, su coste para el erario público. El resultado global del Estado ha sido deficitario desde 2009. Si bien se ha recurrido al endeudamiento interno público para sortear los pagos de sus servicios, la salida de estos recursos ha ido erosionando el estado de las cuentas públicas. El endeudamiento interno ha permitido la caída del peso de la deuda externa en el total de stock de la deuda pública; la deuda en moneda extranjera pasa del 79,1 % en 2002 al 59 % en 2012.

El endeudamiento externo público corresponde, en una proporción elevada, a endeudamiento con acreedores privados. Además, la participación de la deuda pública externa con el sector privado internacional crece en el periodo, pasando del 52 % en

---

<sup>182</sup>También contribuye a mejorar el estado de las cuentas públicas la recuperación de la actividad que comienza a partir del segundo semestre del 2002.

2002 al 57 % en 2012. Este dato resulta significativo si queremos ver quien obtiene las rentas financieras que salen de la economía por este concepto.

Tal como puede apreciarse en el gráfico 7.1, en 2006 se pagaron aproximadamente 22.000 millones de dólares en servicios de deuda externa, un nivel muy similar a lo que se pagó durante el año 2001 (24.751 millones de dólares). En los años 2009 y 2011 se pagaron aproximadamente 15.000 millones de dólares. Se trata de niveles que se encuentran por encima de lo que se pagaba en los años previos a la crisis (1990-1996). Hemos incorporado los datos de la década de 1990, justamente, para poder apreciar que, pese a la nueva gestión de la deuda, el peso de sus servicios ha sido en algunos momentos mayor que en los años previos a la profunda crisis del 2001. En este periodo la deuda era el centro de la actividad especulativa; aunque el incremento de su coste es significativamente mayor en los años de crisis, entre 1998 y 2001, este mecanismo ya estaba en funcionamiento.

Los cambios en la dirección de la política económica estuvieron acompañados de una mayor intervención del Estado en los años de los gobiernos kirchneristas. Esta mayor intervención y la vocación de pago (Giuliano, 2013) de las obligaciones con los acreedores externos contribuyeron a la reaparición del déficit público a partir de 2009.

El pago de la deuda reestructurada ha sido una prioridad del gobierno a lo largo de estos años y ha condicionado las decisiones de política económica. Los casos más notorios, en este sentido, han sido la nacionalización de los fondos de jubilaciones y pensiones, la aplicación de los controles al acceso al mercado de divisas y la reforma de la Carta Orgánica del BCRA. La primera y la última corresponden a medidas que ampliaron la financiación interna del Estado. No cabe duda de que el retorno de los fondos controlados por las AFJP bajo el manto del Estado ha sido una medida beneficiosa para el conjunto de los trabajadores, al mismo tiempo que ha desafiado la tendencia global. Sin embargo, el momento en el que es tomada la decisión, luego del fracaso de la implementación de las retenciones móviles a las exportaciones agropecuarias, indica que la intención del gobierno era la de ampliar su capacidad de financiación.

La reforma en el Banco Central no solamente amplió la suma que la entidad puede prestar al Tesoro, sino que también eliminó ciertas trabas a la utilización de reservas para el pago de obligaciones del Estado. Con ello se facilita la financiación proveniente del propio sector público para el pago de las obligaciones de la reestructuración.

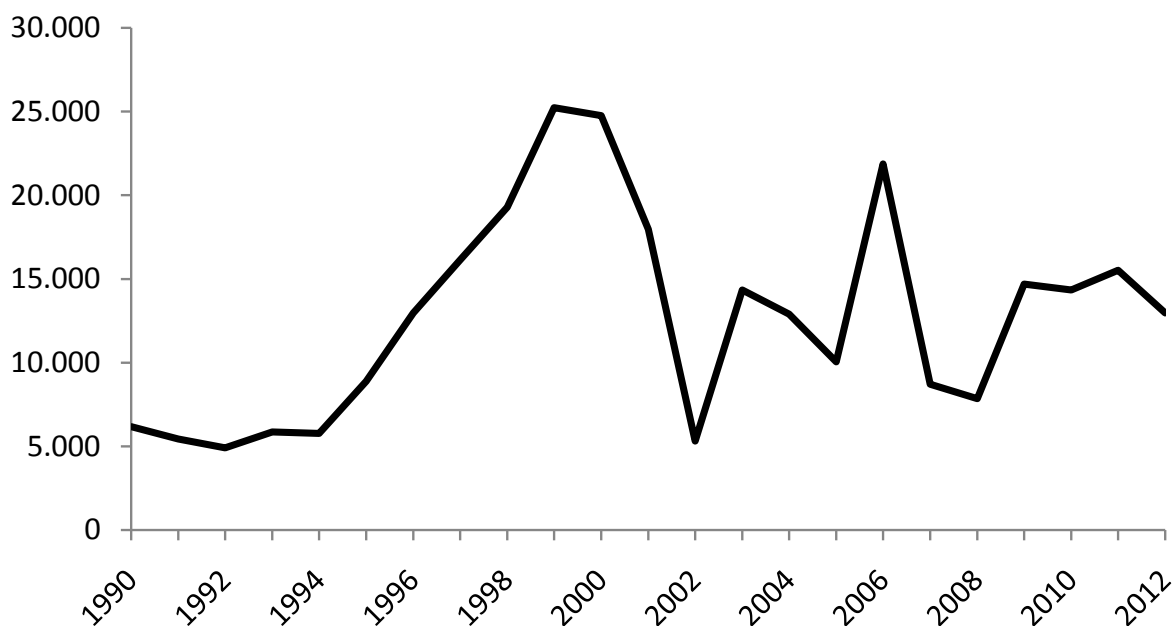
Los controles se llevaron a cabo con el objetivo de frenar el drenaje de divisas, que representó la salida de capitales del sector no financiero en 2011, y compensar los problemas que comenzaban a presentarse en la cuenta corriente, puesto que ambas situaciones empezaban a repercutir en el nivel de reservas internacionales (entre enero de 2011 y diciembre de 2012 se reducen en un 18%). No se pone freno a la fuga de capitales, pese a los alarmantes episodios desde 2007, hasta que los recursos provenientes de la balanza comercial son insuficientes para mantenerla.

La política cambiaria ha beneficiado el ingreso de divisas a través del comercio exterior, manteniendo una paridad competitiva, y es uno de los elementos que forman parte de las necesidades de financiación del Estado, puesto que sin la entrada de moneda extranjera no puede mantenerse (intervención). Su función con respecto a



la de la deuda externa pública ha sido diferente. En la convertibilidad la política cambiaria necesitaba de ella para sostenerse por ser la deuda el mecanismo de entrada de capital financiero internacional. En la post-convertibilidad, el sentido es inverso, la paridad competitiva permite la acumulación de reservas para el pago de la deuda externa. La prioridad ha sido mantener las políticas monetaria y cambiaria para el pago de la deuda externa, en lugar del ingreso de capitales a través de la deuda para el sostenimiento de la política económica.

**Gráfico 7.1: Servicios de deuda externa en millones de dólares, 1990-2012**



Fuente: Banco Mundial.

A su vez, el endeudamiento público sigue siendo parte de las necesidades de financiación del Estado. Pero para realizar el pago de sus servicios se ha recurrido a la financiación interna pública, en lugar de al endeudamiento externo, como en el pasado. Podemos decir, a modo de conclusión, que el Estado, aunque ha necesitado financiación para el pago de la deuda pública y para el sostenimiento de la política económica intervencionista, no se ha financiado a través de los mercados internacionales de capital sino que ha intentado mantener la financiación con recursos internos. No obstante, depende del ingreso de divisas para sostener su política económica que posibilita, de forma indirecta, el pago de la deuda.

Aunque con resultados diferentes, la política cambiaria continúa siendo uno de los ejes principales de este modelo macroeconómico neodesarrollista, como lo fue en la década anterior, y al igual que el pago de la deuda externa, ha conservado su puesto en las necesidades del financiación del Estado.

Pero el Estado Nacional no es el único que necesita de los capitales internacionales. El control en el mercado de divisas comenzó con medidas que acotaban los permisos a la importación y terminó cercenando el acceso para la salida de recursos a través de dividendos y el ahorro. En el próximo epígrafe abordaremos las necesidades de financiación creadas por la importación, el pago de dividendos y la fuga

de capitales. Este último tema ha sido tratado en el capítulo anterior, por lo que sólo mencionaremos algunas cuestiones.

## **7.2 Dependencia de las importaciones y fuga de capitales**

Tanto el sector agropecuario como los sectores exportadores del ámbito productivo han visto crecer su influencia al ser los proveedores de las divisas necesarias para reponer unas reservas internacionales, que en los últimos años han comenzado a declinar. Esta caída no solamente se ha debido a la necesidad de financiación del Estado, especialmente por el pago de sus obligaciones con el exterior y el mantenimiento de su política económica, sino también por los propios problemas estructurales de una dinámica económica como la argentina; la fuga de capitales, la extranjerización de la economía y la necesidad de importaciones de insumos y bienes de capital (dependencia tecnológica).

Aunque la entrada de capitales extranjeros no se produzca a través de la deuda externa pública, las divisas son necesarias para financiar al Estado. Son necesarias para el funcionamiento de un modelo que, al no realizar reformas que solucionen sus problemas estructurales, está condenado a seguir profundizando las contradicciones que, tarde o temprano, podrían llevarlo a su fin.

Resulta relevante que los capitales extranjeros se hayan retirado, parcialmente, del sector financiero local y hayan aumentado su participación en otro de los sectores más beneficiados de la economía argentina, especialmente, en términos de su influencia. Según Manzanelli y Schorr (2013b) las firmas extranjeras han aumentado su presencia en la elite empresarial y dentro del sector manufacturero.

Las venta por parte de los grupos locales comienza en 1995 y continúa luego del 2001, no sólo de empresas prestadoras de servicios públicos, privatizadas en la década del noventa y en cuyos consorcios habían participado estos grupos, sino también de empresas de otros sectores como el industrial. Hacia mediados del 2005, la mayoría de los grandes grupos económicos se habían vendido a empresas extranjeras; de los 10 más importantes 5 habían cambiado de manos (Peralta Ramos, 2007, p.427).

Los grupos económicos locales dirigen sus recursos a la fuga de capitales o a las actividades basadas en ventajas naturales; especialmente las vinculadas a la producción y procesamiento de bienes agropecuarios (Basualdo, 2011; Manzanelli y Schorr, 2013b), actividades generadoras de las divisas provenientes del sector exterior.

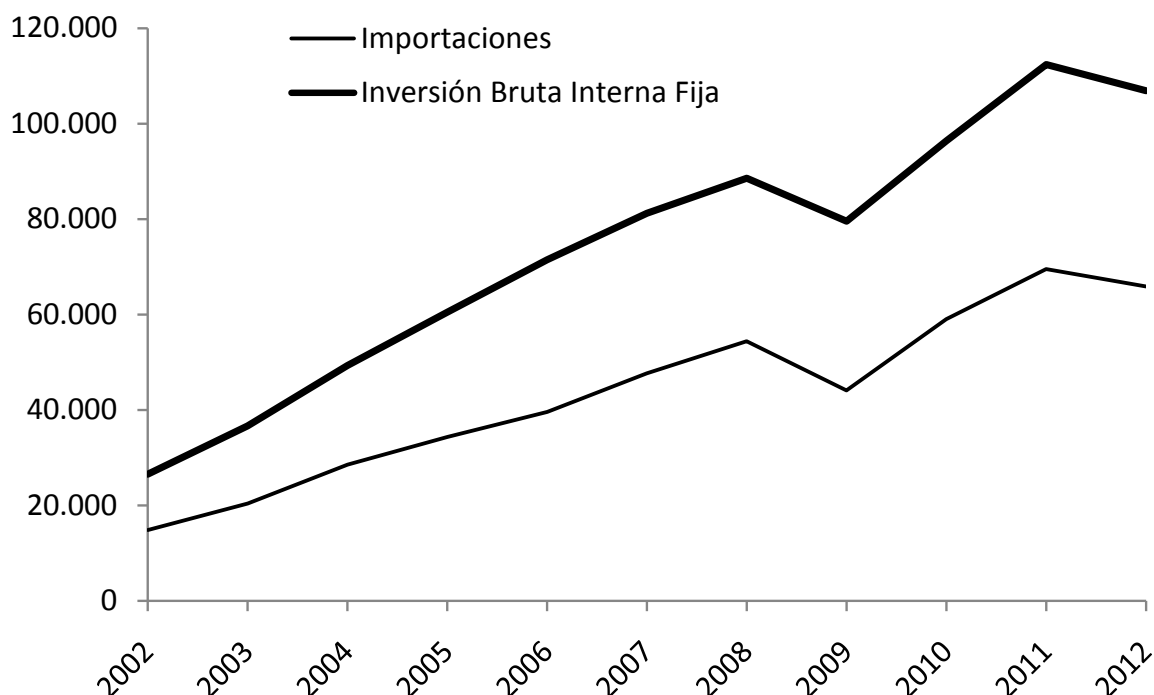
La extranjerización fue propiciada por las medidas tomadas hacia el sector productivo exportador. Se mantuvieron las ventajas al capital extranjero concedidas en el periodo de la convertibilidad, ya que la ley de capitales extranjeros continuó vigente. Además, durante la gestión kirchnerista, se agregaron otras ventajas en un contexto de fuerte expansión de la facturación de los oligopolios líderes, a favor de una elevada propensión exportadora<sup>183</sup> (Manzanelli y Schorr, 2013b).

---

<sup>183</sup>La Ley 21.382 continúa vigente a lo largo de nuestro periodo de estudio, al igual que esquemas de privilegio para las terminales automotrices y los ensambladores de productos electrónicos de Tierra del Fuego, que perjudica la producción nacional de bienes de capital. A partir de la Ley 25.924 se puso en marcha la "promoción de inversión de bienes de capital y obras de infraestructura, que representó la transferencia de ingresos a unas pocas grandes empresas nacionales y extranjeras oligopólicas en

Por otro lado, como consecuencia de los beneficios de la política económica hacia el sector concentrado y extranjerizado, se agudizaron ciertos problemas estructurales de la economía argentina para los cuales tampoco se tomaron medidas directas. La ampliación de la participación del capital extranjero en la economía argentina, profundizó el problema de la restricción externa representada por la dependencia a las importaciones de bienes de capital e insumos. Las razones de esta profundización están vinculadas a la elevada propensión a importar de las empresas extranjeras.

**Gráfico 7.2: Importaciones e IBIF en millones de pesos, 2002-2012.**



Fuente: INDEC, Cuentas Nacionales.

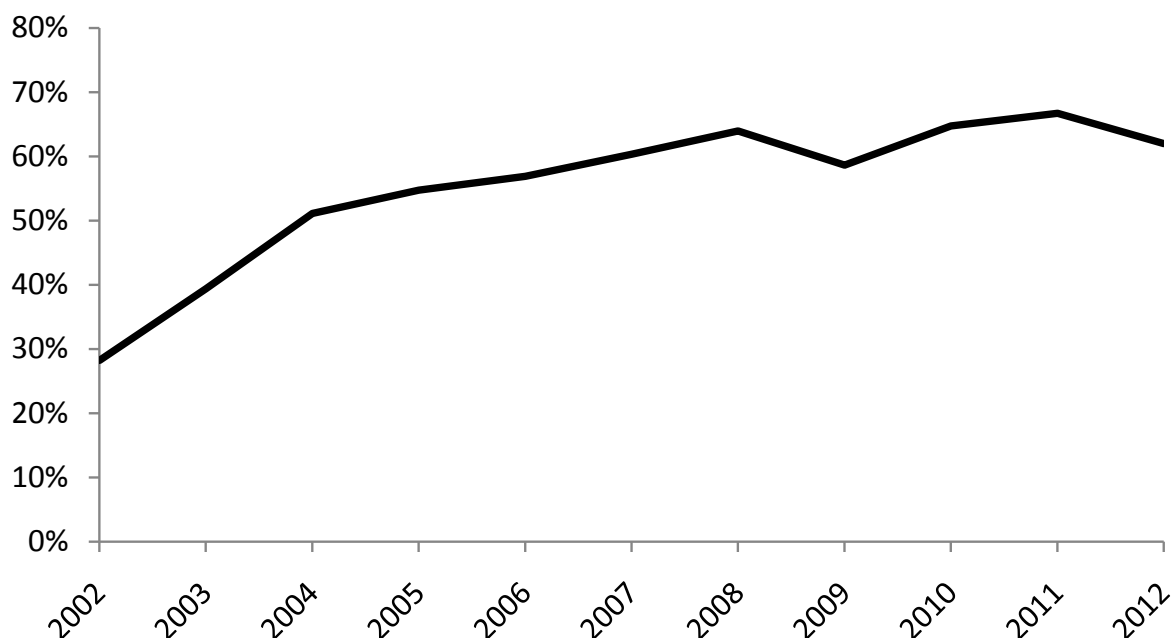
Tal como puede apreciarse en el gráfico 7.2, las importaciones y la inversión siguen una evolución similar, lo que nos muestra que las inversiones marcan buena parte del ritmo de las importaciones.

En el gráfico 7.3, podemos ver qué proporción de las inversiones en bienes durables corresponde a bienes importados. Las importaciones de bienes durables han seguido una tendencia creciente hasta alcanzar el 64 % del total de las inversiones en bienes durables en 2008. En 2009 retroceden al 58,6 %, pero vuelven a iniciar su camino ascendente hasta el año 2011. Este año se supera el porcentaje presente en 2008, y las importaciones alcanzan el 66,7 % de las inversiones en bienes durables. A partir de ese momento, el gobierno decide implementar las restricciones a las importaciones, lo que llevará a una leve reducción del nivel de importaciones de estos bienes hasta el 62 % del total invertido en bienes durables. No obstante, la reducción de importaciones no llega a afectar notoriamente el porcentaje de participación de los

ramas industriales. También se mantuvo el régimen de importación de bienes integrantes de grandes proyectos de inversión. Por otro lado, los grandes proyectos patrocinados por el gobierno suelen favorecer a capitales extranjeros, cuyas inversiones están condicionadas a la provisión de equipos extranjeros (Manzanelli y Schorr, 2013b).

bienes durables importados, ni siquiera se reduce lo suficiente para alcanzar el nivel de 2009. En todo el periodo se mantiene por encima del 50 % del total.

**Gráfico 7.3: Porcentaje de bienes durables importados en el total de inversiones en bienes durables, 2002-2012.**



\* Para más detalles véase cuadro 13 del anexo estadístico.

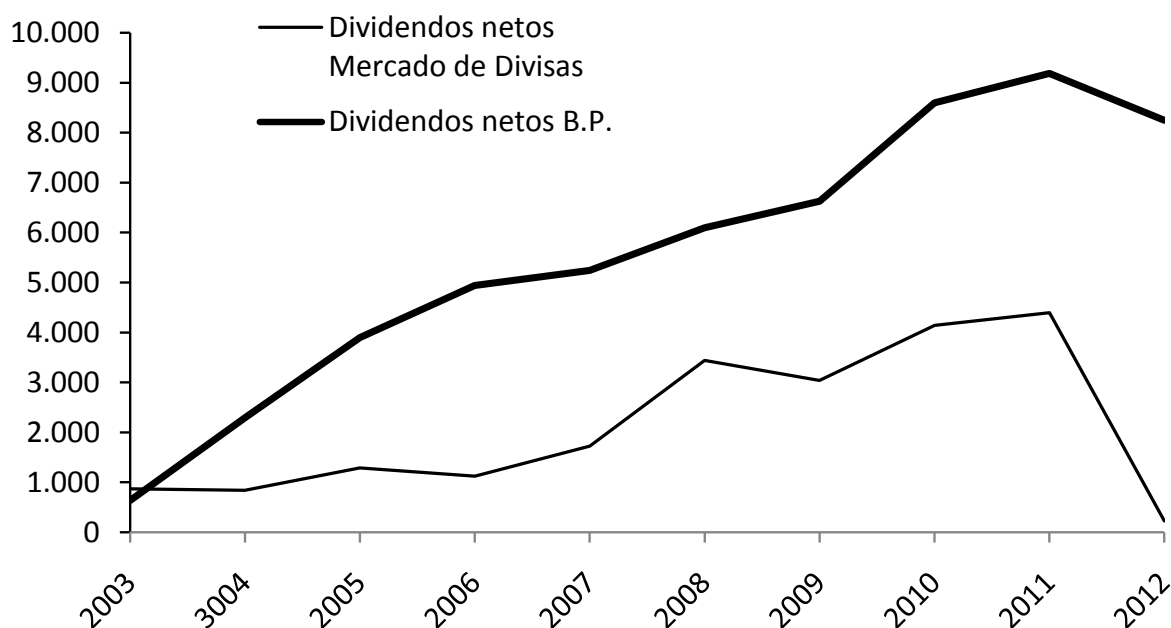
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Además de sus implicaciones en la dependencia tecnológica, la creciente presencia extranjera también ha influido en la tendencia al giro de dividendos y utilidades, honorarios y royalties al exterior (Manzanelli y Schorr, 2013b).

Hemos incluido en el gráfico 7.4 dos series de dividendos repatriados a casas matrices. La que presenta niveles más elevados es la que hemos obtenido de la Balanza de Pagos. La otra serie corresponde a los datos que quedan registrados en el mercado cambiario, cuando las empresas recurren a él a comprar las divisas que necesitan para poder enviar los pagos al exterior.

La tendencia de los dividendos girados al exterior ha sido creciente hasta 2011, según los datos presentes en el cuadro 7.4, tanto para la serie obtenida del balance del mercado cambiario, como para la serie obtenida de la Balanza de Pagos. Esta caída en 2011 es el resultado de los controles aplicados, principalmente. Si comparamos los datos según las autorizaciones del Banco Central para el acceso de divisas (Balance del Mercado Cambiario), éstos son significativamente menores en casi todo el periodo. Quizás el dato que nos resulta más relevante es el correspondiente a 2012, cuando se cierra el grifo de las divisas con el fin de remitir dividendos a las casas matrices. Según el BCRA en 2012 sólo se autorizó la compra de 225 millones de dólares por este concepto, pero según la Balanza de Pagos, salieron del país regalías por 8.245 millones de dólares.

**Gráfico 7.4: Dividendos netos repatriados en millones de dólares, 2002-2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos de la Balanza de Pagos del INDEC y al Balance Cambiario (Mercado Único y Libre de Cambios).

El giro de dividendos al exterior, según los datos presentes en la Balanza de Pagos fue en total de 55.509 millones de dólares en el periodo que va desde 2002 a 2012.

Por otro lado, en el capítulo anterior hemos visto que el sector no financiero ha continuado con su tendencia hacia la tenencia de activos en el exterior, aumentándola en un total de 93.395 millones de dólares a lo largo de todo el periodo (ver cuadro 6.1). Si sumamos ambas cantidades (dividendos y activos externos) obtenemos la suma de 148.904 millones de dólares, un importe mayor al que representaba la deuda pública en 2001, cuando fue declarado el *default* (144.453 millones de dólares).

Sin lugar a dudas, la medida sobre el mercado de moneda extranjera ha restringido la salida de capitales. Sin embargo existen otros mecanismos para obtener las divisas (mercado paralelo) o para realizar los giros al exterior (vía “contado con liqui”). En este sentido, el gobierno kirchnerista no ha tocado la ley de capitales extranjeros, mediante la cual podría aplicarse una verdadera traba a la salida de capitales vía pago de dividendos. Lo mismo sucede con la fuga de capitales; aunque hay una restricción al libre acceso para la tenencia de activos en el exterior, al igual que para el envío de las utilidades de las transnacionales, siguen existiendo mecanismos que dejan salir capitales de la economía. Tanto la salida de capitales a través del giro de utilidades, como la tenencia de activos en el exterior, presionarán sobre la cantidad de divisas que necesita la economía argentina y, por tanto, contribuirán en su dependencia de capitales extranjeros.

### 7.3 La entrada de capitales

La política económica aplicada para la salida de la crisis tuvo un impacto muy positivo en cuanto a la rápida recuperación de la actividad en 2002, aunque, sin duda, las condiciones favorables de los precios internacionales de los productos que exporta Argentina contribuyeron, indiscutiblemente, a esta recuperación, y al posterior desempeño de la economía. Al final del año 2002 la cuenta corriente había crecido un 332 % (pasa de un déficit de -3.780 millones de dólares a un superávit de 8.767 millones de dólares)<sup>184</sup>.

El sector exportador se convirtió, a partir de entonces, en el proveedor de las divisas que el país no podía conseguir mediante el financiamiento externo, necesarias en primera instancia para el control de la política monetaria y los pagos al exterior que todavía continuaban realizándose (pago de deuda con organismos oficiales y deuda privada).

Si bien el peso de las exportaciones en la demanda agregada no superó el 15 % en todo el periodo, el sector externo adquirió una renovada importancia para el funcionamiento del proceso económico, como proveedor de divisas frente a las restricciones externas de financiamiento. El flujo de recursos que antes entraba por la cuenta de capitales se compensó con el flujo proveniente del saldo comercial, en contraposición con lo sucedido a lo largo de toda la década anterior.

El superávit comercial ha sido de vital importancia para la acumulación de reservas internacionales, el manejo de la política monetaria y cambiaria, y el pago de la deuda luego de la reestructuración. Su origen lo hayamos, además de en la paridad competitiva, en los elevados precios internacionales de las *commodities*<sup>185</sup>. Según datos de la FAOSTAT, el precio al productor de la soja pasó de 153,1 US\$/tonelada en 2002 a 363,7 US\$/tonelada en 2012<sup>186</sup>. El superávit de la cuenta corriente se mantendrá hasta 2010 inclusive y a partir del año siguiente comenzará a presentar déficit.

En el caso de la cuenta de capital y financiera, su saldo se mantuvo negativo hasta 2003, como podemos ver en el gráfico 7.5, lo que quiere decir que han salido de la economía más capitales de los que han ingresado. Durante 2004 y 2005, año de la reestructuración de la deuda, el flujo de entrada de capitales superó al flujo de salida. Su recorrido no fue uniforme y su saldo volvió a ser negativo en 2006 y positivo en 2007, 2010 y 2011. La tendencia a la entrada y salida de capitales sigue un comportamiento volátil en el periodo, sin una tendencia clara. Bastante diferente a lo que sucedía en el periodo de vigencia de la convertibilidad, cuando la entrada de capitales era constante como forma de compensar el déficit comercial. Los capitales a corto plazo que ingresaban a la economía se dirigían a la compra de títulos del sector público. En casi todos los años que forman parte de la temporalidad de esta investigación, el endeudamiento

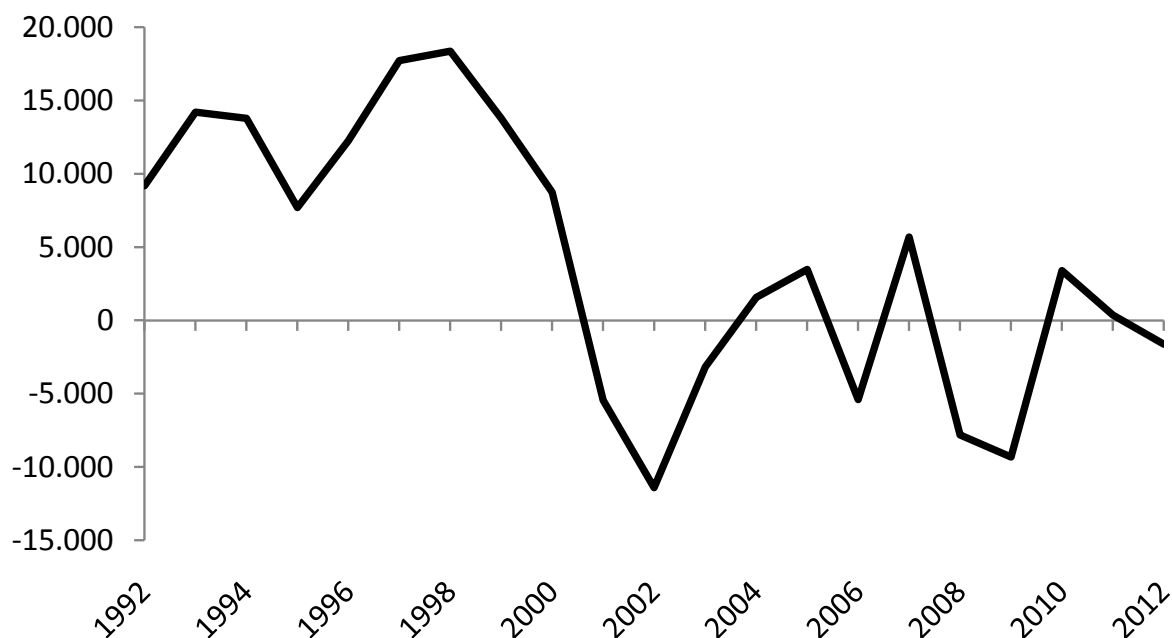
<sup>184</sup> A partir del 2003 el saldo de la cuenta corriente se mantiene superavitario pero el crecimiento interanual resulta negativo, sólo en 2004 y 2005 crecerá un 64 % y 47 % con respecto a los años anteriores, mientras que en 2009 lo hará un 63 %. No se volverá a presentar un crecimiento tan importante como con el primer impulso de la devaluación.

<sup>185</sup> La influencia de los precios internacionales es innegable, aunque las exportaciones también crecen en volumen durante los primeros años (Peralta Ramos, 2007)

<sup>186</sup> Datos disponibles en <http://faostat.fao.org/site/DesktopDefault.aspx?PageID=703&lang=es#ancor> [Consultado el 16/01/2015].

será uno de los mecanismos generadores de salida de recursos, a diferencia de lo que ocurría antes del estallido de la crisis en 2001.

**Gráfico 7.5: Saldo de cuenta de capital y financiera en millones de dólares, 1992-2012.**



\* Para más detalle véase cuadro 18 del anexo estadístico.

Fuente: INDEC, Economía.

En cuanto a la entrada de capital financiero extranjero, debemos tener en cuenta sus tres modalidades: el endeudamiento externo público, el endeudamiento externo privado y las inversiones extranjeras (directas y en cartera).

Con respecto al endeudamiento de la administración pública, al comienzo de los años que abarca este trabajo, se mantuvo la restricción al acceso de capitales extranjeros mediante la deuda pública, como consecuencia de *default*. Posteriormente, la reestructuración propició un flujo de salida de recursos por este concepto, en lugar de nuevo endeudamiento externo. No obstante, hacia el final del periodo la tendencia cambia.

**Cuadro 7.1: Activos externos del sector no financiero en millones de dólares, saldos acumulados al final de cada año, 1991-2001.**

	Dic-02	Dic-03	Dic-04	Dic-05	Dic-06	Dic-07	Dic-08	Dic-09	Dic-10	Dic-11	Dic-12
<b>Sector Público no Financiero y Banco Central</b>	<b>91.312</b>	<b>106.027</b>	<b>116.151</b>	<b>65.861</b>	<b>61.751</b>	<b>71.620</b>	<b>65.388</b>	<b>62.871</b>	<b>70.999</b>	<b>74.563</b>	<b>73.172</b>
Bonos y Títulos Públicos	47.361	48.280	43.744	29.749	38.604	46.351	37.194	34.394	44.031	41.729	41.708
Organismos Internacionales	30.563	32.089	30.570	25.957	15.146	16.534	19.029	19.094	16.958	22.935	21.335
Acreedores Oficiales	4.119	3.873	3.123	1.990	1.514	1.870	1.256	1.208	1.011	784	540
Bancos Comerciales	530	377	305	202	152	95	72	53	13	2	2
Proveedores y otros	180	141	68	12	9	32	22	16	31	37	114
Atrasos	8.561	21.267	38.342	7.952	6.326	6.737	7.815	8.107	8.954	9.076	9.474

Fuente: INDEC, Posición de Inversión Internacional.

El endeudamiento externo público se redujo a partir de la reestructuración en 2004, pasando de 116.151 millones de dólares a 61.751 millones de dólares en 2006. Volvió a crecer hasta alcanzar los 71.620 millones de dólares en 2007. Desde 2008 seguirá un camino ascendente con una ligera caída en 2012, cuando llegará a los 73.172 millones de dólares, según los datos del cuadro 7.1. Sin embargo, presenta un nivel menor que en el comienzo de la década, es decir, que en términos generales, hubo un mayor flujo de recursos hacia la salida de capitales que a la entrada por este concepto. Estos datos coinciden con los ya comentados sobre la relevancia de la caída de los indicadores de deuda externa sobre el PIB y sobre el total de stock de la deuda, como consecuencia de la política de gestión del endeudamiento seguida por los gobiernos kirchneristas.

Como se verifica en el cuadro 7.1, el endeudamiento en bonos y títulos se redujo respecto a los niveles presentes en 2002, aunque sin una tendencia continua, fluctuando a lo largo de todo el periodo. Su reducción no resultó muy significativa, pasó de 47.361 a 41.708 millones de dólares. El endeudamiento con organismos internacionales sí sufrió una caída más importante. Ya hemos comentado anteriormente, que se canceló la deuda con el FMI el año 2006, año en que el endeudamiento con los organismos internacionales llegó a la mitad del que se registró en 2002. A partir de ese momento, creció levemente hasta 2011, cuando llegó a su mayor nivel desde 2006. Podemos concluir, entonces, que la caída del endeudamiento público (financiero y no financiero) está explicado, en su mayor parte, por la caída del endeudamiento con organismos oficiales, no con proveedores externos. El endeudamiento con el sector privado se redujo 5.653 millones de dólares en todo el periodo, mientras que el endeudamiento con organismos internacionales lo hizo en 9.228 millones de dólares. El endeudamiento externo público resultó ser un 20 % menor en 2012 respecto del nivel presente en 2002.

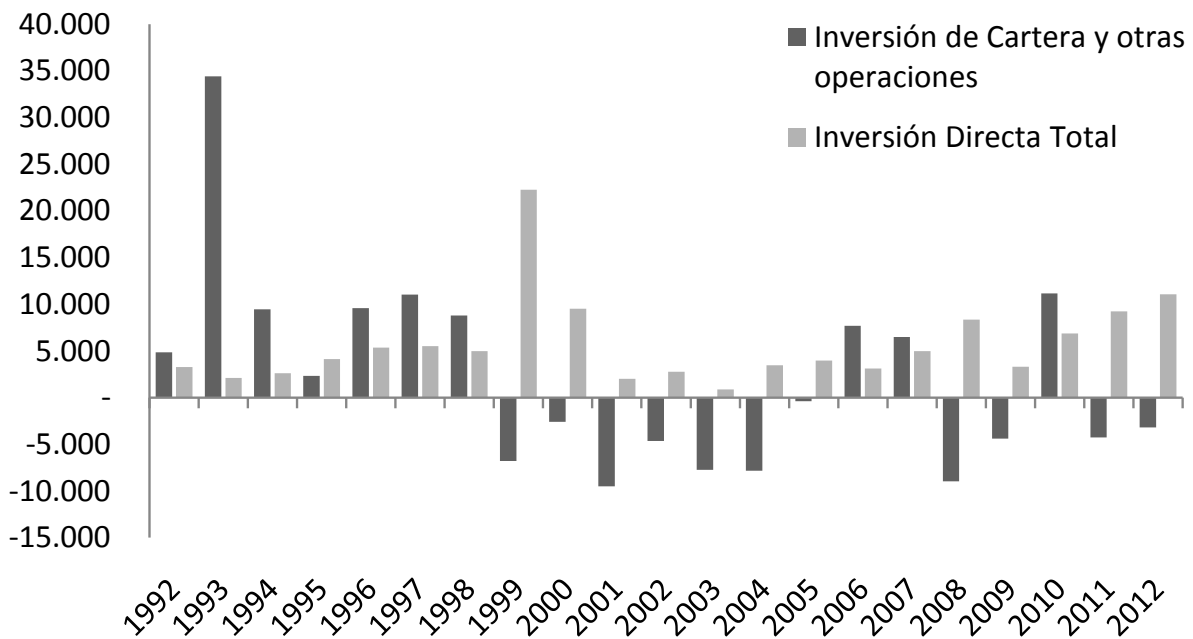
En cuanto al endeudamiento externo del sector privado, ya hemos visto en el capítulo anterior, que el correspondiente al sector no financiero aumentó desde 2004. Según los datos del gráfico 6.3, lo hizo en un 27 % a lo largo de todo el periodo, mientras que el endeudamiento externo del sector financiero (sin incluir al BCRA) se redujo en un 76 %. En términos generales la deuda externa privada entre 2002 y 2012 aumentó en un 7 %.

En 2002 la reducción de la deuda externa privada se explica, principalmente, por la reducción de los préstamos financieros, especialmente, las deudas contraídas con empresas del mismo grupo (casas matrices) y con entidades financieras internacionales (como ya comentamos en el capítulo anterior). Esto parece indicar que el flujo de pagos fue mayor que el flujo de nuevos créditos a estas empresas durante ese año. El camino descendente continuará hasta 2005 (reestructuración de la deuda en *default*), a partir de ese momento comenzará a crecer otra vez.

En el gráfico 7.6 presentamos los datos de las inversiones extranjeras netas (entradas - salidas), tanto directas como en cartera. Incluimos datos desde 1992 para contrastar la evolución de ambas variables con el periodo que nos atañe.



**Gráfico 7.6: Inversiones extranjeras totales en millones de dólares, 1992-2012.**



Fuente: INDEC, Cuentas Nacionales.

En el caso de la entrada de las inversiones en cartera, éstas no siguieron una evolución uniforme. Fue negativa hasta el 2005, luego pasó a ser positiva en los siguientes dos años para luego caer en 2008, momento de convulsión interna que coincidió con la profundización de la crisis internacional. Si bien en 2010 alcanzó niveles cercanos a los presentes en 1998, el comportamiento de esta variable no se corresponde con el que tuvo en la década anterior, claramente favorable a la entrada de capitales a corto plazo. En el caso de la inversión directa, aunque su comportamiento también fue fluctuante, presentó niveles positivos en todo el periodo. En los primeros años su monto fue bastante más reducido que los flujos que ingresan en la economía en la década de 1990, como puede verse en el gráfico 7.6.

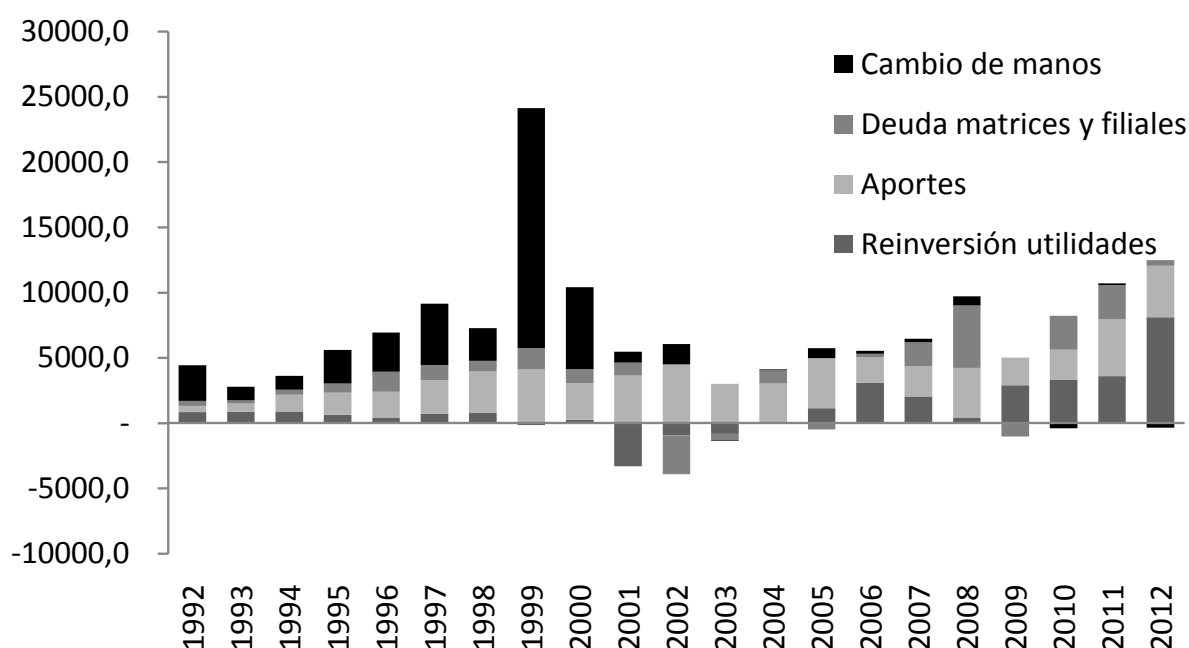
Otro elemento que debe tenerse en cuenta es su composición. La inversión extranjera directa cambió su composición con respecto a la década anterior. La primera diferencia fue un aumento de la participación de la reinversión de beneficios, junto con una reducción de la participación de la compra de activos ya existente.

En cuanto a la reducción de las operaciones de cambio de manos, a diferencia de lo ocurrido en los años previos a la crisis, no fue la explicación fundamental de la inversión directa, siendo incluso negativa en 2010 y 2012.

La reinversión de beneficios fue el componente de la inversión extranjera que explicó los niveles alcanzados en 2011 y 2012, los más elevados desde la salida de la crisis (gráfico 7.7). Esta situación fue atribuida al aumento de las dificultades para la repatriación de dividendos de las empresas extranjeras, destinándose esos recursos, en su mayoría, a la adquisición de inmuebles<sup>187</sup>. Es decir, a pesar de permanecer en el país no se han traducido en inversiones genuinamente productivas.

<sup>187</sup> Página 12, 19 de mayo de 2013.

**Gráfico 7.7: Composición de la IED en millones de dólares, 1992-2012.**



Fuente: INDEC, Cuentas Nacionales.

Los nuevos aportes, por su parte, explicaron íntegramente el ingreso de IED los dos primeros años de nuestro periodo de estudio, manteniendo su participación mayoritaria en 2004 y 2005 (gráfico 7.7). A partir de entonces, conservaron el segundo puesto, siendo en 2007 el 35 % del total de la IED y el 33 % en 2012. Sin embargo, su monto no varía significativamente, en estos años, respecto de la década anterior.

El flujo de endeudamiento con filiales y casas matrices se mantuvo positivo en casi todo el periodo, aunque en 2002 hay un flujo de salida importante de devolución de endeudamiento compensado con el 66 % de los nuevos aportes de inversión extranjera directa. Esto coincide con lo comentado sobre la cuenta de capital y financiera. Por esa razón, pese a que los nuevos aportes crecieron en 2002 un 24 % con respecto al año anterior, su impacto se vio reducido.

La cuenta de capital y financiera no tuvo la función de compensar el déficit comercial en este periodo, excepto en 2011, cuando el déficit resultó ser bastante significativo. En 2012 también hubo déficit comercial pero mucho menor que en el año anterior. Por otro lado, las reservas internacionales presentan variaciones negativas, es decir, se reducen en ambos años. El comportamiento de la cuenta de capital y financiera, no obstante, ha sido variable.

Como principal característica, los capitales no han entrado, en su mayoría, a través de la deuda pública. En este periodo, la entrada de capitales se ha producido vía cuenta comercial y vía endeudamiento privado, especialmente del sector no financiero, y por las inversiones extranjeras, en cuanto a la cuenta de capitales. Con respecto al endeudamiento privado externo, no recupera los niveles presentes en el 2001 (capítulo 6). En el caso de las inversiones extranjeras, las inversiones en el corto plazo no han sido positivas en todo el periodo, a diferencia de lo sucedido anteriormente. Además,

la inversión extranjera directa ha cambiado su composición, presentando una significativa reducción del cambio de manos, aunque sin un aumento decisivo de los nuevos aportes. La reinversión de utilidades parece ser uno de los cambios más significativos, aunque su contribución al ámbito productivo depende de hacia dónde se dirigen estos recursos.

#### **7.4 Necesidades de financiación externa**

En el periodo de post-convertibilidad, a diferencia de la década de 1990, el superávit comercial y el ingreso de inversiones extranjeras dan lugar a la acumulación de reservas y permiten el sostenimiento de la política económica. A su vez, también proveen de las divisas necesarias para la salida de capitales al exterior, especialmente representados por la tenencia de activos externos del sector privado no financiero, los dividendos enviados a las casas matrices y el pago de la deuda a partir del canje del 2005.

En el cuadro 7.2 hemos incluido las variables a las que se adjudica la necesidad de financiación externa de la economía argentina: la variación de reservas internacionales y la salida de divisas del sector privado<sup>188</sup>. Luego, le siguen las fuentes de financiación representadas por la cuenta corriente y las inversiones extranjeras, en este periodo<sup>189</sup>. Al restarle éstas a las primeras obtenemos las necesidades netas de financiación. Finalmente, agregamos la variación de la deuda externa para ver su papel en la cobertura de estas necesidades.

Como puede apreciarse en el cuadro 7.2, vemos en la primera columna (2002-2012) que la variación de la deuda externa es negativa, a diferencia del periodo anterior (capítulo 2 - ver que cuadro 2.3). Esto significa que hay una reducción de la deuda externa, los flujos de salida de recursos son mayores que los de entrada por este concepto. En el apartado anterior hemos visto cómo la deuda externa pública se reduce y la privada aumenta, superando levemente el stock presente en 2002. Esta salida de capital se compensa con una entrada de capitales, que resulta mayor a la cantidad que representan las necesidades de financiación (variación de reservas y de activos en el exterior del sector privado). El importe negativo de la fila “7” del cuadro 7.2, nos indica que las necesidades de financiación son cubiertas, e incluso hay un “excedente”.

Ésta es una diferencia fundamental entre los años de la convertibilidad y los que vinieron luego. Ya no es necesaria la emisión de deuda externa para procurar la entrada de capitales que cubran las necesidades de financiación creadas por el déficit comercial y la salida de capitales del sector no financiero. Ahora es el superávit comercial el que otorga las divisas necesarias para el pago de la deuda y para cubrir parte de la persistente fuga de capitales.

---

<sup>188</sup>Los dividendos están incluidos en el saldo de la cuenta corriente.

<sup>189</sup>Este cuadro está inspirado en un cuadro similar para la década del 90 presente en Damill *et al.* (2003a)

**Cuadro 7.2: Necesidades de financiación y fuentes en millones de dólares, 2002-2012.**

		2002-2012	2002-2007	2008-2012
1	Variación de reservas	25.969	29.869	-3.900
2	Variación activos externos SNF	90.467	37.243	50.900
3	Variación activos externos SF	-1.040	753	-1.652
<b>4= 1+2+3</b>	<b>Total de necesidades de financiación</b>	<b>115.396</b>	<b>67.866</b>	<b>45.348</b>
5	Superávit cuenta corriente	57.395	40.514	16.881
6	IED + INV. Cartera en acciones	78.117	27.508	50.609
<b>7= 4-5-6</b>	<b>Total de necesidades de financiación netas</b>	<b>-20.116</b>	<b>-157</b>	<b>-22.141</b>
8	Variación deuda externa bruta total	-13.473	-31.447	15.217
9=8-7	Diferencia	6.643	-31.290	37.358

Fuente: elaboración propia en base a datos de la Balanza de Pagos del INDEC.

Sin embargo, el comportamiento no es regular a lo largo de todo el periodo. Si tomamos los datos entre 2002 y 2007, no hay apenas necesidades de financiación netas. La variación de reservas y de activos en el exterior se compensa con la entrada desde el comercio exterior y las inversiones extranjeras. Con respecto al endeudamiento externo, hay un flujo hacia el pago de las obligaciones mayor al nuevo endeudamiento, según muestra el importe negativo que figura en el cuadro 7.2. Corresponde al pago de la deuda del sector público y a la restricción al endeudamiento internacional, que se compensa con un aumento de la financiación interna con el entramado de instituciones públicas, ya mencionado en el capítulo 4. El stock de deuda externa privada también se reduce hasta 2005, cuando comienza a aumentar el endeudamiento nuevamente (gráfico 6.3).

Entre 2008 y 2012, por otra parte, crece la salida de capitales del sector no financiero (50.900 millones de dólares), las reservas caen, presentando una variación negativa de 3.900 millones de dólares, y hay un retorno de activos en el exterior del sector financiero. Por esa razón, pese al aumento de la fuga de capitales, las necesidades de financiación son menores al periodo anterior. Por otro lado, la inversión extranjera directa aumenta significativamente, aunque este incremento no compensa la caída del superávit de la cuenta corriente, que se reduce a menos de la mitad. Las necesidades de financiación netas son negativas pero se pierden reservas internacionales y, por otro lado, hay una variación positiva del endeudamiento externo. La variación de deuda externa es positiva en el sub-periodo 2008-2012, es decir, hay un aumento del endeudamiento mayor que el flujo de capitales que salen de la economía para cancelar obligaciones. Este cambio de tendencia respecto a los años anteriores, tiene su origen tanto en el sector público como en el sector privado. El primero se relaciona con el déficit de las cuentas públicas y las necesidades de financiación del Estado, pero también con el aumento del crédito al sector privado a partir de 2009 (gráfico 6.3). En el capítulo anterior comentamos cómo estaba compuesta la deuda privada externa, en su mayoría financiación para la importación. Según el gráfico 6.4, son los préstamos por compras en el extranjero los que más aumentan, que se relacionan con la dependencia que el sector productivo tiene de las importaciones, pero también puede estar relacionado, en parte con las medidas de control al mercado de

divisas que comienzan a establecerse en 2011 (la adquisición de divisas para el pago de préstamos al exterior es más permisivo).

En el periodo anterior, las necesidades de financiación netas se correspondían, casi en su totalidad, con la variación de la deuda externa bruta total. La tesis sobre la financiación vía endeudamiento extranjero de las necesidades generadas por la variación de las reservas, la tenencia de activos del sector privado y la cuenta corriente queda justificada en el cuadro 2.3, presente en el capítulo 2 de este trabajo. A diferencia de lo que ocurría entonces, el periodo post-convertibilidad se caracteriza por una entrada de recursos vía comercio internacional. La cuenta corriente no es causa de necesidad de financiación sino fuente de financiación. Esa diferencia se refleja en la variación positiva de las reservas, muy significativa (más de 29.000 millones de dólares) y en la variación negativa del endeudamiento externo total. Sin embargo, la salida de capitales del sector no financiero se mantiene e incluso supera los datos de la década anterior (ver cuadro 2.3).

La entrada de divisas proveniente del superávit comercial es uno de los pilares que ha sostenido el modelo macroeconómico vigente desde la salida de la crisis. Sin embargo, dadas las características del sector exportador argentino, y la dependencia tecnológica del sector productivo, éste no suele mantener su saldo positivo por periodos extensos<sup>190</sup>.

En cuanto a sus características, el sector exportador argentino es un sector muy concentrado y dedicado, en buena medida, a los productos agropecuarios (Schorr, 2013). Los productos primarios (cereales, oleaginosas y carnes) y las manufacturas de origen agropecuario aún representaban el 58,3 % del total exportado en 2012, según datos del INDEC. El problema de esta especialización es la volatilidad de los precios internacionales, lo que deja en manos de sus vaivenes el destino de su éxito o de su fracaso.

Por otro lado, el hecho de que se encuentre muy concentrado no ha contribuido a la diversificación de la inserción internacional. Lo mismo sucede con el elevado componente extranjero; las empresas transnacionales responden a estrategias productivas diferentes a las que puedan plantearse en los países en los que residen sus filiales.

En cuanto a la dependencia tecnológica, tal como se ha podido ver en el apartado 2 de este capítulo, el elevado componente de importaciones en las inversiones, especialmente de bienes de capital, lleva a que un elevado crecimiento de la economía traiga aparejado el crecimiento de las compras en el exterior y, con ello, la presión sobre las cuentas externas.

El sector exportador ha ampliado su margen de influencia como consecuencia de su función de proveedor de recursos, que permiten mantener a raya la entrada de capitales vía endeudamiento internacional.

Pese a la entrada de capitales que cubren las necesidades de financiación externa de la economía (cuadro 7.2), la salida de capitales sigue siendo remarcable. Como ya hemos descrito en el capítulo anterior, al referirnos a las causas de las medidas de control al mercado cambiario, la fuga de capitales sigue siendo un problema de carác-

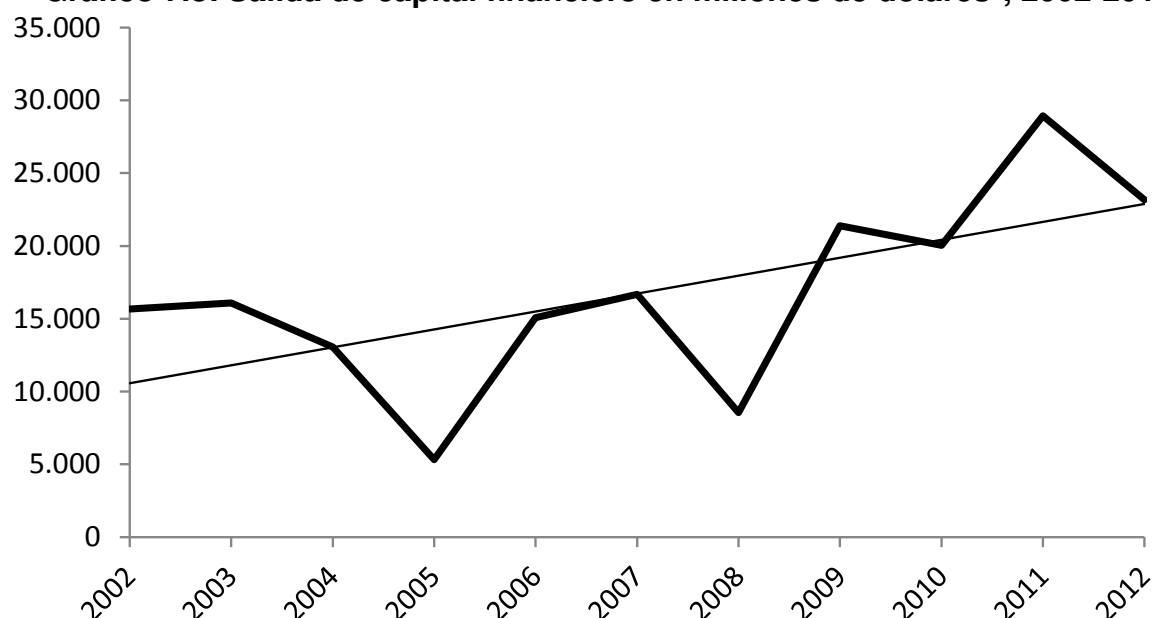
---

<sup>190</sup>Véase Marcelo Diamand (1985).

ter estructural en la Argentina (gráfico 6.1). Por otro lado, la creciente extranjerización, especialmente en el ámbito de las grandes empresas, contribuye a la evolución que ha seguido el envío de dividendos a casas matrices, tal como se ha podido observar en los datos presentes (gráfico 7.4). El sector no financiero sigue siendo uno de los principales destinatarios de las divisas que ingresan del exterior.

No obstante, el sector público también es destinatario de estos capitales, a diferencia de lo sucedido antes del 2002, cuando los atraía vía endeudamiento. El destino que el sector público le da a las divisas es el pago de sus obligaciones con los proveedores extranjeros. Los servicios de la deuda externa explican, en buena medida, la salida de recursos de la economía. Por esta razón, entre otras, la deuda externa pública sigue cumpliendo un papel relevante en el proceso de acumulación; si bien no lo posibilita, lo condiciona, sigue siendo un mecanismo de transferencia y dependencia. En el gráfico 7.7 puede verse la importancia que la suma de las tres variables ha tenido en la salida de recursos del país, a lo largo de este periodo.

**Gráfico 7.8: Salida de capital financiero en millones de dólares\*, 2002-2012.**



\* Esta serie está compuesta por los intereses correspondientes a la deuda externa pública y privada, los dividendos a casas matrices extranjeras y la tenencia de activos en el corto plazo (inversiones en cartera y otras inversiones) del sector no financiero.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y el Banco Mundial.

De acuerdo con los datos del gráfico 7.8 el flujo de capitales financieros que han salido de la economía desde 2010 han superado los 20.000 millones de dólares, llegando a su nivel máximo en 2011: 28.900 millones de dólares. Existe una “punción financiera hacia el exterior” representada por flujos de capital financiero que no se quedan en la economía, y por lo tanto, no son puestos al servicio del desarrollo del país.

\*\*\*

Durante los años en los que se extiende nuestro periodo de estudio del comportamiento del capital financiero, existen diferencias en términos de las necesidades de financiación que la economía argentina ha presentado respecto a los años anteriores. No ha habido necesidad de recurrir al incremento del endeudamiento para cubrirlas, lo que no descarta la existencia de dependencia de capitales internacionales por parte de la economía argentina. Esta dependencia queda reafirmada en el momento en que se toman toda clase de medidas para poder sostener la política monetaria y cambiara, orientadas a mantener la competitividad de la moneda nacional y, con ello, el superávit de la cuenta corriente. El coste ha sido endeudar cada vez más al BCRA, conservando las elevadas rentabilidades del sector financiero, uno de los protagonistas en el funcionamiento de este mecanismo por ser el principal comprador de dicha deuda.

El hecho de que los capitales extranjeros no ingresen a través de la deuda externa, no quiere decir que no exista dependencia de capitales extranjeros. Las divisas son necesarias para mantener el modelo macroeconómico, el pago de la deuda, la compra de tecnología y la demanda del sector privado que saca capitales de la economía.

El comercio internacional ha permitido la subsistencia del modelo sin la necesidad de recurrir al mercado financiero internacional que, por otro lado, estuvo vedado en buena parte del periodo de estudio. Pero tal como hemos podido ver, la tendencia comienza a revertirse, el superávit comercial cada vez es menor y la tendencia al endeudamiento externo parece cobrar impulso, al menos en los últimos tres años.

El superávit comercial podría peligrar, no sólo por un cambio abrupto en los precios, sino por la dependencia tecnológica argentina que todavía no ha sido solucionada. Aunque existe un margen de reservas internacionales que podría impedir, por un tiempo, la vuelta a los mercados de deuda, conservar su nivel se convierte en esencial para mantener la política económica intervencionista y para el pago de acreedores externos. Además, existe un persistente flujo de salida de capitales del que forman parte la fuga de capitales del sector no financiero y el pago de acreedores internacionales. La estructura empresarial extranjerizada contribuye a este flujo a través del giro de dividendos al exterior y el crecimiento de las importaciones.

La situación, sin duda, difiere del periodo neoliberal pero las medidas no parecen solucionar de raíz el problema de la salida de capitales. Tampoco parece haber cambiado la inserción financiera internacional, otro de los elementos que contribuye al comportamiento de los flujos de capital financiero internacional. Este punto se ampliará en el siguiente capítulo.

El discurso oficial sostuvo a lo largo de nuestro periodo de estudio que se buscaba la independencia de los mercados internacionales de capital. Como hemos visto en el capítulo 4, existen indicios de que se mantiene la intención de regresar a estos mercados. Esta intención estaría fundamentada por la falta de una auditoría de deuda y la puntualidad de los pagos de las obligaciones con acreedores externos. Por otro lado, los capitales internacionales que ingresan a la economía para la compra de títulos públicos (primaria) están exentos de las medidas implementadas en 2005 para el control de entrada de capitales en el corto plazo (capítulo 3), es decir, que no hay intención de acotar la financiación internacional hacia el Estado.

Acorde con la convivencia de continuidades y cambios, característica de estos

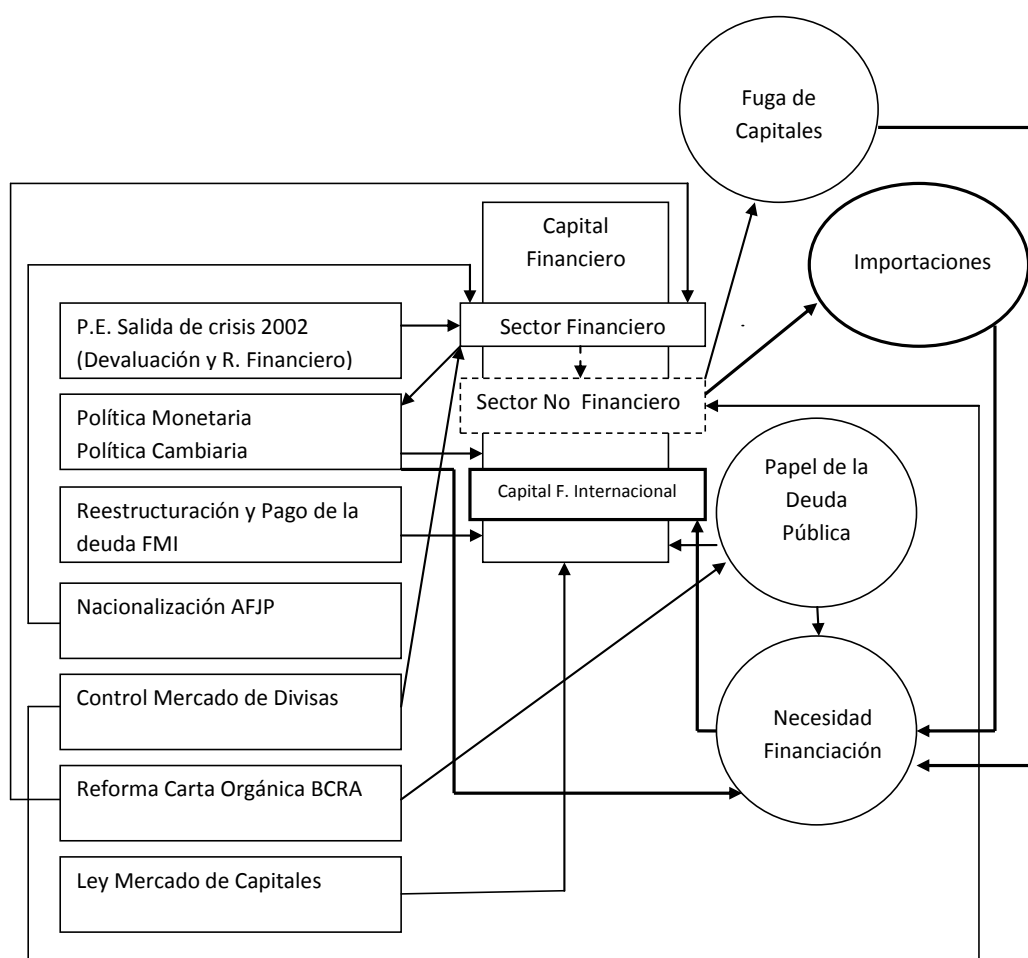
años, el capital financiero internacional sigue financiando la salida de capitales representada, principalmente, por la fuga de capitales del sector no financiero y el pago de la deuda externa. La principal diferencia está en que los recursos provienen del comercio exterior. La continuidad de la financiación vía deuda externa no hubiera resultado una opción viable, en este sentido, por el *default* declarado en 2001 y las tensas relaciones con los organismos internacionales. Esta situación explica en por qué la entrada de inversiones de cartera no ha seguido una tendencia regular, siendo negativa en algunos momentos, rompiendo la tendencia que siempre beneficiaba al capital en corto plazo.

No obstante, ninguno de estos elementos determina un comportamiento significativamente diferente del capital financiero internacional en la economía argentina. Como hemos dicho antes, la salida de capitales continua siendo una de sus principales problemáticas, condicionando como hemos visto las medidas de política económica. El país sigue pagando cada vez más rentas financieras al capital extranjero, independientemente, de que la deuda pública haya abandonado su papel de anzuelo a la pesca de capitales especulativos.

La definición del lugar que el capital financiero ocupa en la dinámica económica argentina incluye ciertos elementos de carácter cualitativo que superan la simple definición de un lugar primario o secundario en el proceso de acumulación. La intención en el siguiente capítulo será comprobar que el nuevo modelo macroeconómico no ha dado como resultado cambios radicales en el proceso de acumulación en el cuál el capital financiero no ha sido desplazado de su posición central.



## Esquema 7.1. Variables de análisis del capítulo 7.



## **Parte III**

### **El resultado de los cambios y continuidades sobre el rol del capital financiero en la dinámica económica en el periodo 2002-2012**



## **El rol del capital financiero en la dinámica económica en el periodo 2002-2012.**

---

Las transformaciones en el ámbito de la política económica argentina, cuyo orientación difiere de las medidas de signo neoliberal implementadas desde mediados de los años setenta, han modificado algunos rasgos presentes en la dinámica económica. No obstante, como vamos a ver a lo largo de este capítulo, esas modificaciones carecen de profundidad y han dejado casi intacta las características esenciales de la estructura productiva y la inserción externa, lo que quedará reflejado, también, en el rol del capital financiero y en el lugar ha tenido en la dinámica económica a lo largo del periodo de análisis (2002-2012).

Con el fin de constatar el rol del capital financiero veremos cómo se han relacionado las características de la dinámica económica con el desempeño del capital financiero que hemos analizado en los capítulos previos, teniendo en cuenta el mecanismo de la deuda pública, el desempeño del sector financiero y su vínculo con el sector productivo, el comportamiento del sector no financiero en cuanto a la fuga de capitales y su relación con las finanzas, y la función del capital financiero internacional. A través de estas relaciones podremos ver si los cambios en la política económica, que se han orientado, supuestamente, hacia un modelo productivista, han llevado a un cambio en el comportamiento del capital financiero, si han modificado o han mantenido el protagonismo de las finanzas en la dinámica económica.

Partiendo de la idea de que las finanzas forman parte del proceso económico, y el rol del capital financiero está condicionado por la forma que toma este proceso, relacionaremos los elementos analizados en la segunda parte de este trabajo (capítulos 4, 5, 6 y 7) con las variables que hemos considerado adquieren más relevancia en la lógica de funcionamiento de este proceso entre 2002-2012: las características del patrón productivo y la participación de las actividades económicas en el PIB; la inversión y el consumo; la inserción internacional y sus condicionamientos; la evolución de la distribución del ingreso y la intervención del Estado<sup>191</sup>.

Con ello podremos tener una visión completa acerca del rol del capital financiero en el proceso económico argentino y resolver si la posición preponderante de las finanzas se ha modificado respecto del periodo anterior, manteniendo la coherencia con los objetivos que el giro de la política económica dice buscar.

---

<sup>191</sup> Para la selección de dichas variables nos hemos inspirado en el enfoque de Palazuelos (2000) para el análisis del modelo de acumulación en 5 ámbitos: oferta, demanda, distribución del ingreso, marco institucional y el plano de la estructura económica internacional.

## 8.1 Modificaciones limitadas que no alteran el patrón productivo

Como mencionamos al comienzo de este capítulo, estudiaremos la relación del capital financiero desde los aspectos elaborados en la segunda parte de la tesis, con los ámbitos de la dinámica económica que consideramos más relevantes a la hora de describir el caso argentino. No es el objetivo de este trabajo realizar una descripción exhaustiva de cómo funciona esta dinámica, si no constatar cuál ha sido el lugar del capital financiero dentro la misma.

En este apartado describiremos la evolución de la actividad financiera como parte del PIB, y cómo se relaciona con lo que ha sucedido con el resto de las actividades.

Las diferencias en el manejo de la política cambiaria, a favor de la manutención de la competitividad a través de la moneda, y las condiciones externas favorables generaron en los primeros años un superávit comercial y de las cuentas públicas. La economía comenzó a crecer a partir del segundo semestre de 2002, presentando elevadas tasas de crecimiento, que resultaron novedosas durante los primeros años. La economía creció entre 2003 y 2007 a una tasa promedio del 8,8 %, llegando en 2004 a una tasa del 9,2 %. La rápida recuperación de la actividad validaban las políticas implementadas a la salida de la crisis. Además la idea del establecimiento de un modelo “productivista” se sustentaba en las pruebas de la reactivación de la industria y el crecimiento del empleo. A partir de 2008 la economía comenzó a presentar algunos síntomas de agotamiento del modelo macroeconómico, presentando en 2009 una tasa del 0,9 %, recuperándose en 2010 y 2011 (9,2 % y 8,9 %) y retrocediendo nuevamente en 2012 (1,9 %<sup>192</sup>).

Sin embargo, las elevadas tasas de crecimiento y las diferencias que pueden observarse respecto al periodo anterior, como la mayor participación de la industria y las elevadas tasas de inversión (relativas), no se tradujeron en una transformación profunda de la estructura económica argentina, como se verá a continuación.

En primer lugar, la producción primaria se ha hecho cada vez más dependiente del monocultivo de la soja, generando problemas medioambientales (deforestación, desplazamiento de otros cultivos, etc.) y sociales (desalojo de campesinos y concentración de la tierra). Por otro lado, la mega minería a cielo abierto se ha ido expandiendo, acentuando el perfil extractivo de la producción argentina y de su inserción externa. La expansión de esta actividad también ha creado problemas medioambientales, además de convertirse en una actividad receptora de inversiones de empresas transnacionales. La minería a cielo abierto presenta una escasa contribución a la generación de empleo, y se ha convertido en una actividad perceptora de ventajas impositivas (Katz, 2014b). La participación de la actividad primaria en el PIB se ha reducido respecto del 2002 (8,4 %), pasando a representar el 4,9 % en 2012. Si tomamos en cuenta que este dato corresponde a la crisis, la reducción es menor, ya que el promedio del periodo anterior rondó en torno al 7 %.

En el caso de la industria, su participación se revierte respecto de los niveles de la crisis, pero no recupera los niveles anteriores a los años noventa, resultado de los

---

<sup>192</sup>Aunque según datos alternativos a la fuente oficial del INDEC, la economía habría presentado una tasa negativa del 0,5 %. <http://arklems.org/>. Consultado 17/01/2015

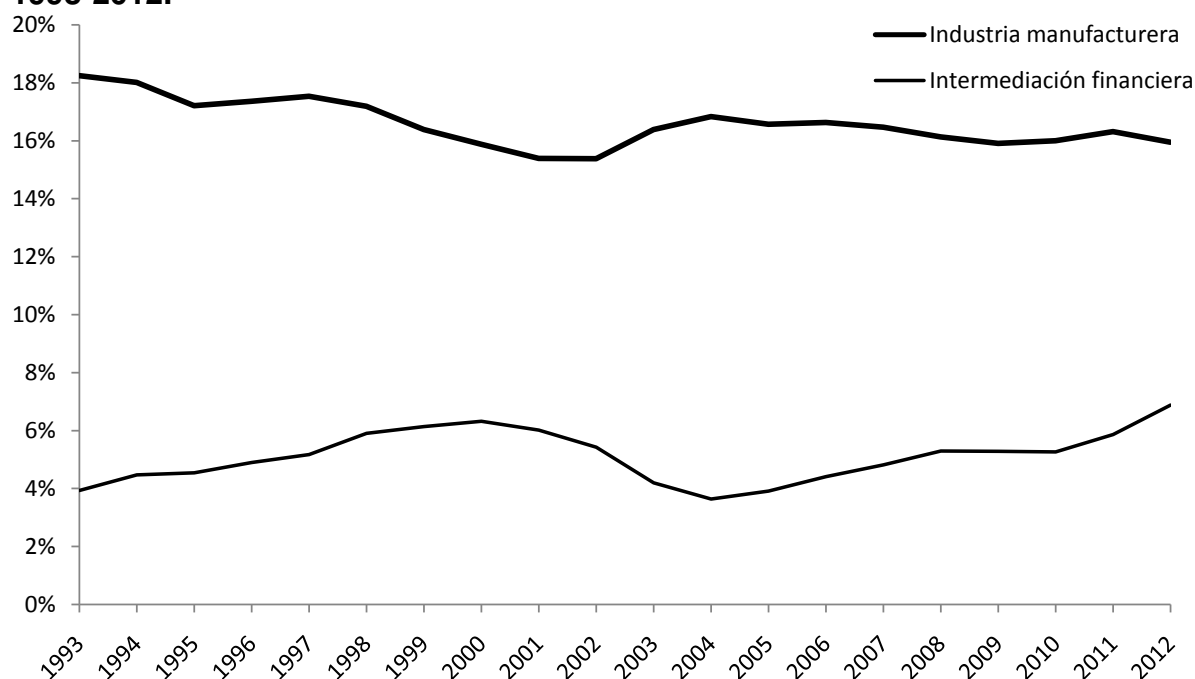
efectos que las medidas neoliberales han tenido sobre el aparato productivo argentino. En un comienzo, resultó ser de los sectores más beneficiados, la devaluación, la congelación de tarifas de los servicios públicos y los tipos de interés favorables permitieron la modificación de precios relativos, y con ello la ampliación de la producción de bienes transables. Se abrieron industrias que habían cerrado sus puertas durante la década anterior; se abrieron nuevas industrias, como en caso de la actividad textil; y se ampliaron plantas, en el caso de las actividades oligopólicas (Basualdo, 2011).

Entre los años 2002 y 2007, la industria creció a una tasa promedio del 10,3 %, mientras que la construcción lo hizo a una tasa del 22,1 %. El sector de producción de bienes, a su vez, presentó en estos años una tasa de crecimiento promedio del 10,2 % y su participación en el PIB pasó del 30,4 % al 32,4 %.

Sin embargo, el avance de estas participaciones se revierte a partir de 2008. En el caso de la producción de bienes comienza a reducirse hasta llegar al 28,7 % en 2012. Por su parte la industria entre 2008 y 2012 crece a un ritmo menor (4,8 %), al igual que la construcción lo hace al 1,8 %. Lo cierto es que a partir del 2008 el crecimiento del ámbito productivo de los primeros años no logra mantenerse.

Si observamos el gráfico 8.1, veremos que el peso en el PIB de la industria alcanza su menor participación en 2002 (15,4 %). Si bien creció hasta llegar al 16,8 % en 2004, irá decreciendo ligeramente a lo largo del periodo hasta representar el 15,9 % del PIB en 2012 (el mismo nivel que en el 2000, cuando el país se hallaba en plena crisis). Pese a la mejora respecto a los niveles presentes en la crisis, no logró alcanzar los niveles presentes en 1993, cuando representaba el 18,2 % del PIB.

**Gráfico 8.1: Participación de industria e intermediación financiera en el PIB, 1993-2012.**



\* Para más detalle véase cuadro 16 y 17 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC (año base 1993).

Hemos incluido en el gráfico 8.1 los datos presentes entre 1993 y 2001, pese a no corresponder a nuestro periodo de estudio, debido a que nos permite tener una visión más amplia de lo sucedido en el periodo. Puesto que la crisis resultó tener unos efectos extremos en la economía argentina, si sólo tuviéramos en cuenta la evolución de las variables desde 2002 la percepción de lo ocurrido con ellas a partir de entonces sería parcial. Por ejemplo, sobreestimaríamos la recuperación del espacio de la industria, cuando en realidad, los espacios que recupera la actividad ni siquiera llegan a los de la década anterior, cuando el capital financiero estaba en el centro de la escena económica. Por otro lado, incluimos los datos a partir de 1993, por tratarse del primer año del que se poseen datos de la serie que utiliza esta anualidad como año base<sup>193</sup>.

Además de no revertirse significativamente su situación en términos de participación del PIB, los rasgos estructurales de la actividad productiva se mantuvieron, por lo general, intactos. Las ramas que más se desarrollaron han sido la de vehículos automotores (409 %), minerales no metálicos (177 %), metalmecánica (175 %) y productos textiles (158 %)<sup>194</sup>, según datos del Ministerio de Industria<sup>195</sup>. En el caso de la primera sigue siendo una industria ensambladora, cuyos componentes suelen ser en su mayoría importados, es decir, es una industria con escasos encadenamientos productivos en la industria nacional.

Schorr (2013) apoya esta idea de ausencia de modificación en la estructura productiva, respecto de la existente en el periodo neoliberal, como resultado de la aplicación de las medidas del gobierno. Predominan las actividades asociadas al procesamiento de recursos naturales, generalmente de bajo valor agregado, la industria automotriz y el enclave ensamblador de productos electrónicos de Tierra del Fuego (Schorr, 2013). Se trata de actividades concentradas, controladas por capitales extranjeros y unos cuantos grupos locales, orientadas a la exportación y en algunos casos con una elevada demanda importadora (excepto aquellas dedicadas a actividades relacionadas con las ventajas comparativas del país). Estas actividades poseen, además, escasos eslabonamientos industriales y una reducida capacidad de generación de empleo. Para estas empresas los salarios cuentan en mayor medida como un componente del coste que como un generador de demanda, justamente por su elevada orientación exportadora.

El patrón productivo se mantuvo inalterable, lo que supuso que volviera a producirse el estrangulamiento externo. Luego de un periodo de expansión económica, vuelve el déficit comercial, especialmente del algunos sectores productivos, por la importación de componentes y equipos<sup>196</sup>. Las importaciones aumentan a un ritmo superior a las ventas externas, mientras se mantiene la falta de integración de las industrias

<sup>193</sup> Pese al cuestionamiento de la metodología utilizada para esta serie, hemos consultado la necesidad de realizar cálculos alternativos para obtener una serie más ajustada a la realidad. Como resultado de estas consultas, hemos decidido no modificar los datos por tratarse para casi todos los años de diferencias no muy significativas, en relación con la utilización que haremos de los mismos. Para el año 2012, si bien existirían diferencias más significativas, según mencionamos en el capítulo 1, no habría datos del todo fiables sobre el cálculo de la composición del PIB.

<sup>194</sup> En el caso de la industria textil, su expansión se basa en el crecimiento del sector informal y el trabajo precario. Para más información véase Ferreira y Schorr (2013)

<sup>195</sup> En Guía 2013 - Programas y Beneficios para la Industria Argentina, Ministerio de Industria.

<sup>196</sup> Para más información sobre las actividades deficitarias consultar Schorr (2013).

nacionales (Katz, 2014a).

Schorr (2013, p.14) sintetiza acertadamente la situación de la industria y su verdadero lugar en la dinámica económica:

(...) si bien en los últimos años, y de modo recurrente, la industria ha sido catalogada como la “locomotora del crecimiento” y el sector dinamizador y ordenador de un “modelo de acumulación con inclusión social”, en los hechos la no reversión de la dependencia tecnológica terminó reforzando la centralidad estructural y poder de veto de los grandes proveedores de divisas en la Argentina, cuyos ciclo de acumulación y reproducción ampliada del capital en la esfera productiva gira alrededor de actividades con un bajo (o nulo) grado de industrialización. Estos sectores y los actores que lo controlan resultaron favorecidos, no sólo en términos estructurales, sino también por las intensas transferencias intersectoriales del ingreso que tuvieron lugar tras la “salida devaluatoria” de la convertibilidad por efecto de la dinámica que asumió el comportamiento de los precios relativos en la economía y en el interior del sector manufacturero.

Con el correr del tiempo, el curso de las medidas de política económica sesgarán los beneficios hacia las fracciones más concentradas y de orientación exportadora, fomentando la centralización y concentración de capital (Basualdo, 2011). La extranjerización de la estructura productiva también aumenta, cuestión que como hemos visto en capítulos precedentes queda en evidencia en la participación extranjera de la cúpula empresarial (Schorr, 2013).

La orientación productivista del esquema macroeconómico, presente en el discurso del gobierno, no se ha reflejado en un aumento significativo de la industria en el producto. Puede que la industria se viera más beneficiada que con las medidas de corte neoliberal, y que aumentara su orientación exportadora, pero la existencia de estos elementos no ha derivado en una diversificación de la producción, ni en nuevos encadenamientos productivos, ni en el desarrollo de aquellos sectores ausentes en la matriz productiva.

Por otro lado, si observamos la evolución de la participación de la intermediación financiera en el PIB presente en el gráfico 8.1, vemos que en 2004 llegaba a su nivel mínimo, 3,6 %, similar al que tenía en 1993. El comportamiento de la actividad financiera es contrario al de la industria, que alcanzaba en 2004 el máximo del periodo.

La relación inversa entre ambas actividades se pone de manifiesto también hacia el final del periodo, cuando la industria reduce su participación, la intermediación financiera la eleva al 6,9 % del PIB, nivel incluso mayor que en el 2001.

Si vemos esta evolución de manera más detallada, tenemos que ,entre 2002 y 2007, el sector manufacturero presentó su crecimiento más intenso, creciendo una tasa del 10,3 %. Por el contrario, en ese mismo periodo, la intermediación financiera crecía en promedio un 6,3 %. En el subperiodo siguiente que abarca los años 2008 a 2012, se invirtieron las tendencias, la intermediación financiera incrementó su participación en el producto a una tasa promedio anual del 12,3 %, mientras que la industria creció menos aceleradamente, a una tasa del 4,8 %. Este momento coincide con el

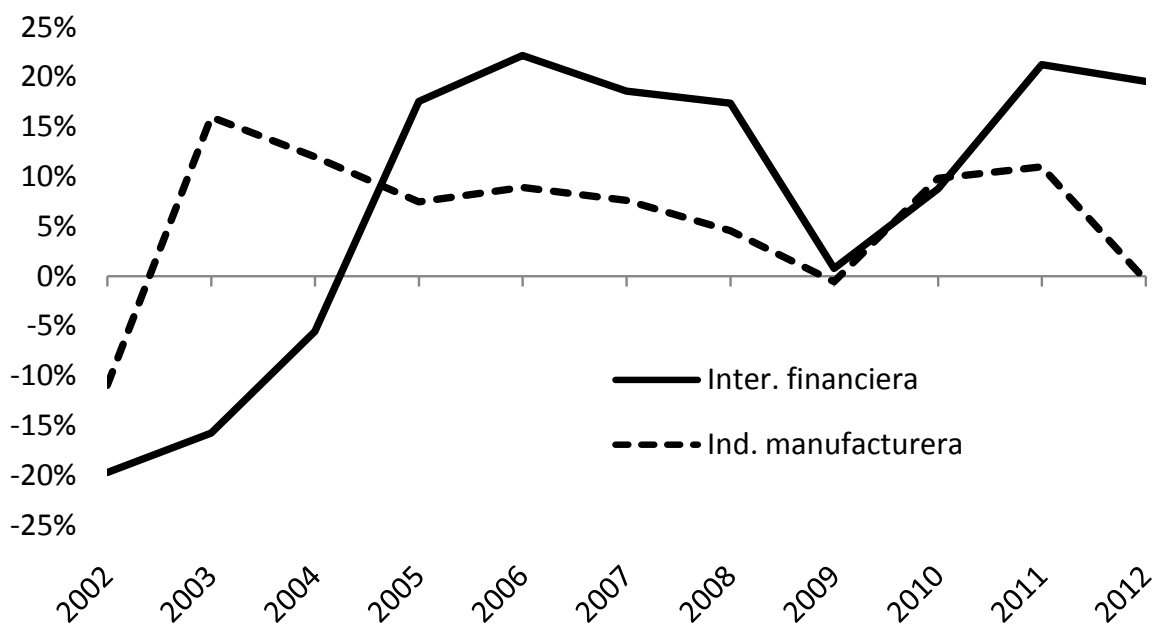


agotamiento del modelo macroeconómico, los límites de la política de moneda competitiva comenzaron a hacerse cada vez más visibles.

Si tomamos la tasa de crecimiento entre 2005, momento en el sector financiero recupera su rentabilidad, y el 2012, la tasa de crecimiento promedio de la actividad financiera es todavía mayor, alcanza el 15,2%. En total, el crecimiento promedio de la intermediación financiera es mayor al que desarrolla la industria, un 9,7 % versus 7,5 %.

En el gráfico 8.2 podemos ver que las tasas de variación interanuales positivas son más elevadas para el caso de la participación en el PIB de la intermediación financiera a partir de 2005. En 2009 existe una abrupta caída para ambas variables, le sigue una recuperación escasamente más elevada de las manufacturas, que enseguida es superada por la actividad financiera. El crecimiento total de la intermediación financiera en el PIB es de un 153 %, superando ampliamente el 106 % de la industria. La ampliación de la actividad financiera es mayor al sector productivo, al que supuestamente financia. La desagregación de estos datos también muestra su evolución invertida; en el caso de la industria la mayor parte de este crecimiento se da entre 2002 y 2010 (87 %), y en el caso de la intermediación financiera sucede entre 2007 y 2012 (88 %).

**Gráfico 8.2: Variación interanual de la participación en el valor añadido de la intermediación financiera y la industria manufacturera, 2002-2012.**



Fuente: INDEC, Cuentas Nacionales.

La construcción crece a un 11,7 %, aunque la mayor parte se concentra entre 2002 y 2007 (22,1 %). No obstante, su participación en el PIB fue menor a la de la actividad financiera, siendo del 3,6 % en 2002 y del 5,4 % en 2012. Entre 2008 y 2012 sólo creció un 1,8 %. Las actividades más importantes del sector terciario, comercio y transporte, presentaron tasas de crecimiento del 9,2 % y 10,7 % entre 2002 y 2012, más dinámicas en la primera parte del periodo (entre 2007 y 2012, presentaron tasas de crecimiento del 11,1 % y 12,7 % respectivamente).

La relación inversa entre la industria y la intermediación financiera parece cumplirse, también, con el resto de las actividades del ámbito “real” de la economía.

Pero vamos a centrarnos en la relación con la actividad productiva. Cuando la industria recupera su participación, la intermediación financiera la reduce, y viceversa. Esto nos permite inferir algunas reflexiones. En primer lugar, el desempeño de la industria y del sistema financiero no están totalmente vinculados. Esta reflexión es coherente con lo analizado en el capítulo 5, en donde se abordó el estudio de la actividad del sector financiero y sus deficiencias en la financiación al sector productivo, privilegiando en su lugar la financiación al consumo o la compra de títulos públicos. El desempeño del sector financiero evoluciona con relativa independencia de lo que sucede con la actividad productiva<sup>197</sup>. La segunda reflexión que se deriva de la primera es que, las políticas económicas de la post-convertibilidad no encaminaron al capital financiero hacia al ámbito productivo. En el gráfico 8.1 vemos que el comportamiento inverso estaba presente también en el periodo anterior, el papel del capital financiero en la dinámica económica no ha variado, al menos en lo que concierne a su vínculo con la actividad productiva.

La política económica se ha centrado en un aumento de la rentabilidad en el sector productivo exportador basado en un tipo de cambio competitivo, aunque cada vez menos efectivo, a causa de la inflación. Lo que nos lleva a pensar que un agotamiento del alcance de esta medida podría reducir las rentabilidades en el sector productivo, y sus capitales terminarían dirigiéndose a otras actividades, en donde las finanzas siempre representan una opción privilegiada.

Además, el hecho de que no se haya revertido el impacto de los cambios estructurales de la década de 1990 ha acentuado las distorsiones del sector productivo. Su dependencia de los productos importados, además de contribuir a la presión sobre la necesidad de divisas, sigue siendo uno de los elementos que impulsan la dependencia financiera, conservando algunas características del rol del capital financiero (especialmente internacional), como veremos enseguida.

## **8.2 La relación del capital financiero con las variables que impulsan el crecimiento en la post-convertibilidad: inversión y consumo**

Como ya hemos mencionado, el crecimiento es impulsado por la demanda, en este periodo, tanto por la expansión de la inversión como del consumo. Si bien en el caso del segundo no se produce un crecimiento tan significativo como en el caso del primero, el consumo es el componente más importante de la demanda agregada. Como puede verse en el gráfico 8.3, el consumo se eleva desde el 66 % al 67,7 % del PIB.

El nivel de inversión aumentó en estos años de forma significativa, si tenemos en cuenta lo sucedido en los años previos a la crisis del 2001. Como resultado, se amplió

---

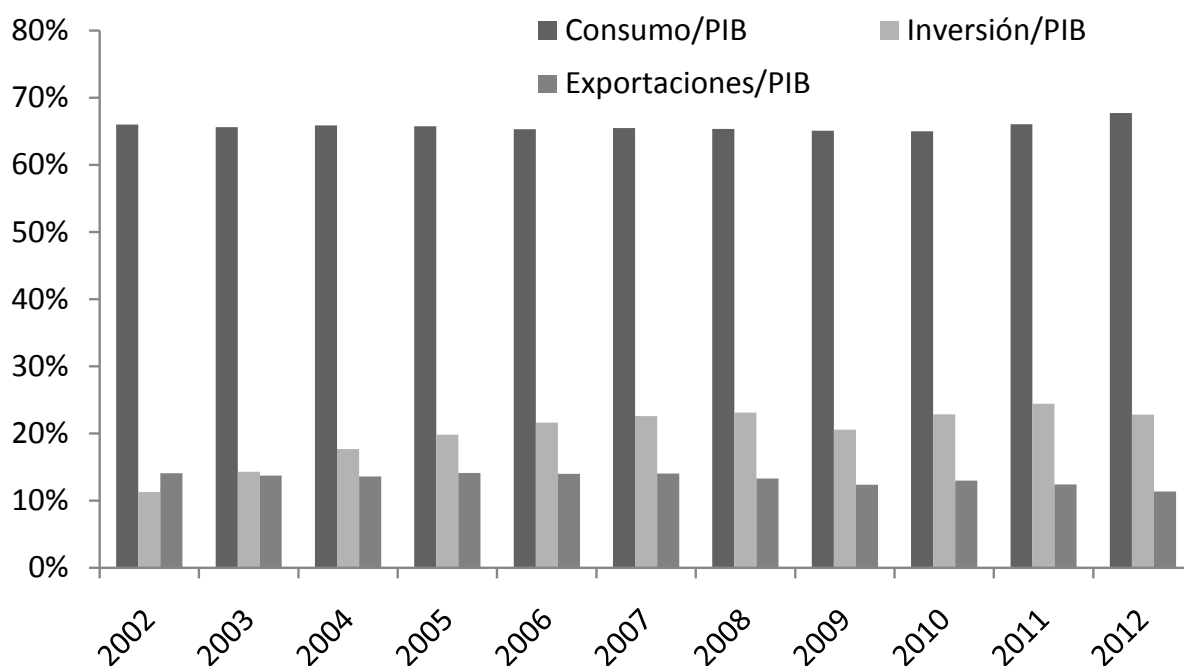
<sup>197</sup>No obstante, el nivel de actividad productiva determina el nivel de empleo y ello el nivel de consumo, más vinculado a la actividad del sector financiero. Además, como se ha mencionado en el capítulo teórico, el capital financiero depende del proceso de producción, sus ganancias provienen de la plusvalía generada en él.

la capacidad instalada y aumentó la productividad. En el gráfico 8.3 vemos que la inversión bruta interna fija (IBIF) creció como componente de la demanda agregada pasando del 11,3 % del PIB en 2002 al 22,8 % en 2012, presentando niveles superiores a la década anterior a partir del año 2006, cuando alcanza el 19,8 % del PIB.

Como muestra el gráfico 8.4, presenta tasas de crecimiento mayores al 30 % durante 2003 y 2004, pero con una persistente tendencia decreciente, llegando a presentar una tasa de crecimiento negativa de -10,2 % en 2009. Aunque se recupera en 2010, no vuelve a crecer como en los primeros años, y enseguida recuperará su tendencia decreciente hasta volver a presentar un crecimiento negativo en 2012.

Si bien una descripción detallada de lo sucedido con la inversión están fuera del alcance de nuestra investigación, mencionaremos dos características que resultan relevantes para su análisis. En primer lugar, si bien los niveles que alcanza entre 2003 y 2007, en cuanto a su participación en el PIB, son elevados para el caso argentino si tenemos en cuenta lo sucedido históricamente, está lejos de los niveles presentes en países con gran dinamismo industrial en la actualidad, como los llamados “tigres asiáticos” (30 %) (Eskenazi, 2009). Pasa de representar el 14,3 % del PIB en 2003 al 23,1 % en 2007 y alcanza su máximo en 2011 llegando al 24,5 % del PIB.

**Gráfico 8.3: Consumo e inversión como porcentaje del PIB, 2002-2012.**



\* Para más detalle véase los cuadros 14 y 15 del anexo estadístico.

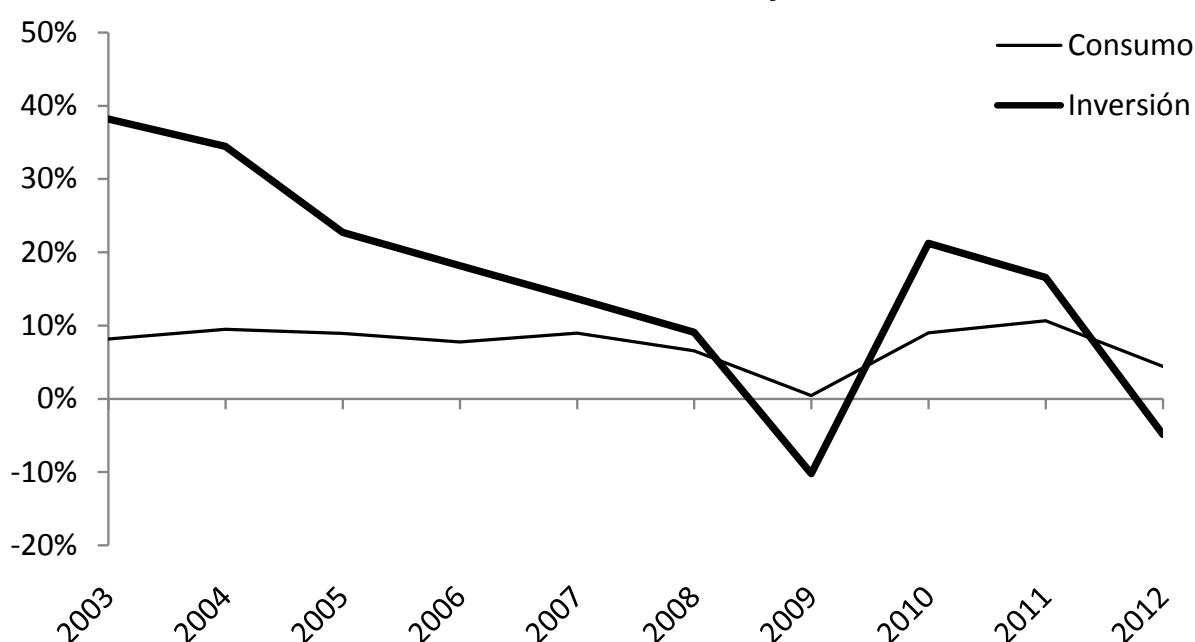
Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

En segundo lugar, la política puesta en marcha en 2002 ha garantizado a los capitalistas de la industria y del agro un fuerte crecimiento en sus márgenes de ganancia, pero tales beneficios no se han canalizado en la medida necesaria en la reinversión productiva. Su composición presenta un mayor sesgo hacia la construcción, sobre todo residencial, si bien la diferencia se irá reduciendo hasta casi representar el 50 %

del total de la IBIF hacia el final del periodo, como hemos visto en el capítulo 6 (gráfico 6.8).

No obstante, el comportamiento más dinámico de la inversión estuvo relacionado con las mejores oportunidades que ha presentado la actividad productiva, respecto del periodo de la convertibilidad. La devaluación y el posterior control de la paridad permitieron mantener el costo por mano de obra bajo en términos internacionales. Aumentaron las rentabilidades, especialmente de las grandes empresas. Las grandes empresas industriales, según el cálculo realizado en una muestra de 99 empresas de la base de datos ORBIS, obtuvieron un ROE del 25,5 % y un ROA del 10,4 % en 2005<sup>198</sup>. Esta rentabilidad se reduce hacia 2012, siendo del 19,4 % y 8,8 % respectivamente.

**Gráfico 8.4: Variación interanual del consumo y la inversión, 2003-2012.**



Fuente: INDEC, Cuentas Nacionales.

Esto parecería diferir del periodo anterior, cuando la inversión resultaba menor y existía un comportamiento acorde con lo que sucedería cuando las finanzas se expanden y ocupan un papel predominante en la dinámica económica. Los autores de la financiarización lo describen de dos maneras. En el primer caso, el dominio de las finanzas llevan a que las inversiones en el corto plazo predominen, hay un desplazamiento de capitales que persiguen las rentas financieras comparativamente más altas. Este desplazamiento al ámbito financiero deja menos recursos para la inversión en largo plazo. En el segundo caso, la punción de las ganancias del sector productivo, que realiza el capital financiero mediante los intereses y demás rentas financieras, limita los recursos que vuelven al proceso productivo, es decir, menos recursos se dirigen a la acumulación de capital.

Esto no ocurre a lo largo de los años de la post-convertibilidad, conviven altas rentabilidades en el sector financiero, altas rentabilidades en las inversiones de títulos

<sup>198</sup>Para el cálculo de esta rentabilidad se utilizaron datos de 99 grandes empresas industriales que cotizan en bolsa presentes en la base de datos ORBIS. Ver anexo estadístico.

públicos y elevados dividendos, con tasas relativamente elevadas de inversión (aunque no muy elevadas en términos internacionales) y tipos de interés reales negativos. Si bien autores como Duménil y Lévy (2001) sostienen que elevadas transferencias hacia las finanzas pueden convivir con tipos de intereses bajos y elevadas tasas de ganancia<sup>199</sup>, el caso argentino presenta sus particularidades.

Ya hemos comentado que el sector de bienes transables, y en especial el exportador, se beneficia con la devaluación y con el mantenimiento del tipo de cambio competitivo, ya que al abaratarse la mano de obra en términos internacionales, la inversión recibe este impulso.

El tipo de interés real es negativo para buena parte del periodo, pero como hemos matizado en el capítulo 5, no todas las actividades del sector financiero presentan tipos reales negativos. Además existe una importante transferencia de ingresos hacia capital financiero a través de la deuda pública y de los dividendos. Lo que sucede es que cambian los “canales de transferencias de los ingresos”.

Los niveles de inversión más elevados que en la década de 1990 no implican que no haya existido punción sobre las ganancias de la producción, o que el capital financiero haya contribuido a una mayor acumulación de capital, con influencia positiva en la actividad y el empleo. Coexisten el predominio de las finanzas expresada en altas rentas financieras, entre otros elementos que hemos analizado, y altas tasas de inversión (relativas). El capital financiero no ha cambiado su papel en la economía argentina, continúa “desvinculado” de lo que sucede en la actividad real y obtiene altas rentabilidades que superan las de la economía en general (ver capítulo 5).

El gobierno sostuvo que el modelo productivo, implementado desde 2002-2003, habría sustituido a otro en el que las finanzas eran centrales para el funcionamiento de la economía y el capital financiero internacional desempeñaba un papel fundamental. Sin embargo, esta hipótesis parece más débil al analizar el comportamiento del capital financiero en este periodo. Eso no quiere decir que no exista una recuperación de la actividad productiva, sin embargo, esta recuperación no ha significado un desplazamiento total del capital financiero de su posición de privilegio en términos de rentabilidad.

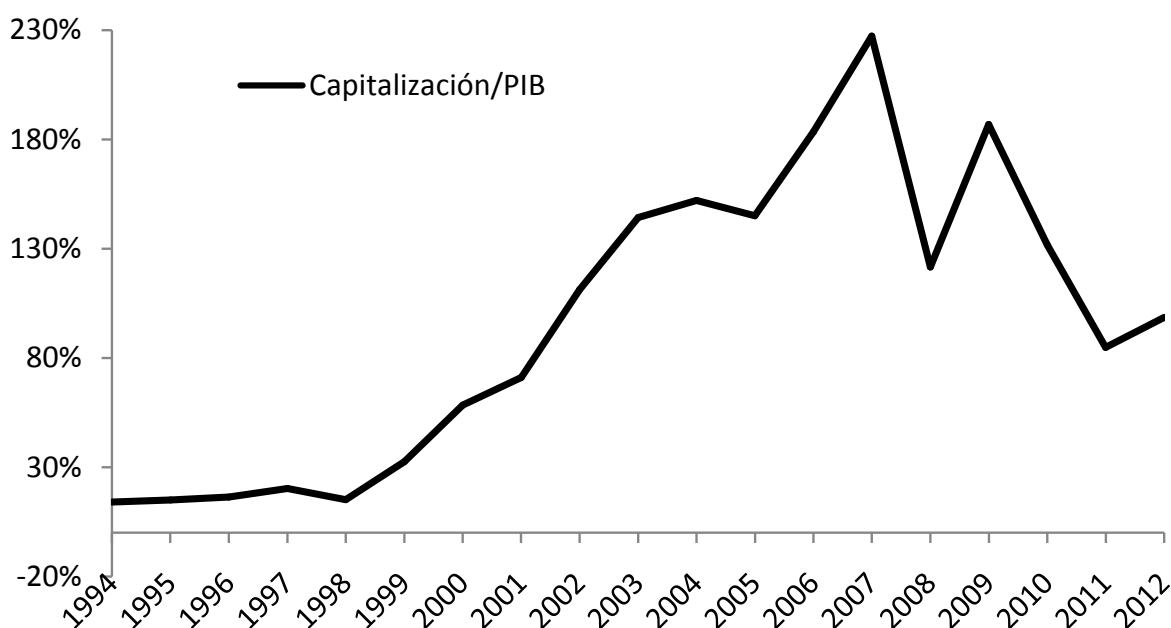
A pesar del elevado crecimiento de los primeros años, no existió un vínculo entre el crecimiento de la inversión y la financiación del sistema crediticio al sector productivo. Las medidas de política económica no fueron decisivas en la orientación del crédito. Esto lo pudimos constatar en el capítulo 5, a través de los datos de la orientación del crédito del sector financiero, y en el apartado anterior, a través de las trayectorias opuestas de la intermediación financiera y la industria (el sector de la economía real, en general).

Por otro lado, también las finanzas han presentado cierta expansión, pese a la evolución favorable de la inversión bruta fija. Variables como la capitalización bursátil, utilizada como indicador de expansión de las finanzas en relación al resto de ámbitos de la economía, ha presentado niveles bastante más significativos que durante los años anteriores a la crisis, en plena “valorización financiera”.

---

<sup>199</sup>Los autores describen este comportamiento en la distinción de varios subperiodos en el análisis del neoliberalismo.

**Gráfico 8.5: Porcentaje de capitalización bursátil en el PIB, 1994 - 2012.**



Fuente: elaboración propia en base a datos del anuario del IAMC.

La capitalización bursátil como porcentaje del PIB creció hasta 2005, como se aprecia en el gráfico 8.5, momento en el cual presentó un descenso poco relevante para despuntar en el nivel máximo del periodo en 2006. Luego cayó hasta presentar otro pico menor al anterior en 2009. A partir de este año continuó descendiendo hasta 2011 para luego recuperarse sutilmente en 2012. Hemos incluido en este gráfico datos desde 1994 para que se pueda apreciar con más claridad la dimensión que alcanza la capitalización bursátil en nuestro periodo de estudio. Si bien la capitalización bursátil presenta un comportamiento errático, su nivel en el PIB es bastante mayor que en la década anterior. El capital ficticio creció y los mercados de capitales se dinamizaron en este periodo. La capitalización bursátil, además de presentar niveles más elevados que la inversión en el PIB (que como hemos mencionado alcanza su nivel máximo en 2011 con una participación del 24,5 %), entre 2002 y 2007 presentó una tasa de crecimiento promedio anual mayor que la economía: 15,4 %.

Los datos del gráfico 8.4 muestran que el consumo ha crecido anualmente en torno al 9 % hasta 2007. Al año siguiente cayó hasta presentar un crecimiento nulo en 2009. Se recuperó en 2010 y volvió a caer en 2011.

A pesar de representar las 2/3 partes del producto, el crecimiento no está justificado en su totalidad por esta variable. Si bien el mercado interno cobró importancia relativa a partir de 2002, lo que sucede en el comercio exterior es imprescindible para entender el funcionamiento del proceso económico argentino. Su explicación podemos encontrarla en que si bien las exportaciones representaron un porcentaje menor de la demanda agregada y redujeron su importancia en términos cuantitativos, pasando del 14,1 % del PIB en 2002 al 11,4 % en 2012, su importancia cualitativa se mantuvo intacta: el funcionamiento de la economía depende de las divisas generadas por el sector externo para el sostenimiento de la política económica, el pago de las obligaciones

del Estado y el desarrollo de la actividad productiva por su dependencia tecnológica (gráfico 8.3).

El consumo continuó creciendo, pese al incremento de los precios. Si bien es cierto que creció menos a partir del 2007, tal como hemos podido ver en el gráfico 8.4, presentó tasas de crecimiento positivas. Si bien los salarios crecieron, el crédito al consumo plausiblemente contribuyó al mantenimiento de los niveles de consumo.

En el capítulo 5 hemos visto que existe una mayor orientación de la financiación al consumo que hacia la industria. Recordemos que el 17 % de la cartera de crédito se orientaba en 2012 a la industria manufacturera y el 11,6 % a la producción primaria, siendo la financiación a personas físicas del 33,3 % en el mismo año (ver cuadro 5.8).

No obstante, este vínculo podría resultar beneficioso para las empresas de forma indirecta a través del impulso de la demanda de productos y servicios. Al respecto Golonbek y Mareso (2011) nos dicen que es necesario tener en cuenta el coeficiente de importaciones sobre el gasto total de los hogares para medir el impacto sobre la producción local del incremento de la demanda impulsada por el crédito. En el mismo sentido Eskenazi (2009) propone analizar el sector externo puesto que condiciona el desarrollo del consumo interno.

**Cuadro 8.1: Importaciones, consumo y su diferencia como porcentaje del PIB, 2002-1993.**

	<b>Importaciones (M)</b>	<b>Consumo Privado (CP)</b>	<b>CP-M</b>
2002	6,3 %	66,0 %	59,7 %
2003	8,0 %	65,6 %	57,6 %
2004	10,2 %	65,9 %	55,7 %
2005	11,3 %	65,7 %	54,5 %
2006	12,0 %	65,3 %	53,3 %
2007	13,3 %	65,5 %	52,2 %
2008	14,2 %	65,4 %	51,2 %
2009	11,4 %	65,1 %	53,7 %
2010	14,0 %	65,0 %	51,0 %
2011	15,1 %	66,1 %	50,9 %
2012	14,1 %	67,7 %	53,6 %

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Si al consumo le restamos las importaciones en el PIB (importaciones totales), el resultado es una participación decreciente del consumo en la demanda. Ya que estas (las importaciones) presentaron una evolución creciente, como puede observarse en el cuadro 8.1. Es decir, que el impacto de la ampliación del crédito al consumo, se vio reducido por el peso que las importaciones tienen en la economía.

### **8.3 Inserción internacional ligada al sector primario y su relación con el rol del capital financiero**

Ya hemos mencionado en apartados anteriores que la devaluación favoreció la sustitución de importaciones luego del estallido de la crisis de 2001. El cambio de precios

relativos internos después de la devaluación benefició al sector productivo, al mismo tiempo que permitió cierta sustitución de importaciones, mejorando las condiciones de las cuentas externas. El tipo de cambio competitivo también favoreció a las ventas al exterior, cuyo impulso definitivo estuvo en los altos precios en el plano internacional de los productos que exportaba Argentina, especialmente de los agropecuarios<sup>200</sup> (Peralta Ramos, 2007; Basualdo, 2011). Esta situación impidió que se manifestara la típica estrangulación externa de la economía argentina, durante buena parte de nuestro período de estudio.

La situación favorable de las cuentas externas contribuyó al superávit fiscal, a través del impuesto a las exportaciones (retenciones), y también permitió la acumulación de reservas internacionales, a través de la intervención del Banco Central, estabilizando la demanda de divisas (Basualdo, 2011). Es así como a partir de 2003, el superávit comercial se convirtió en uno de los pilares del modelo macroeconómico, ya que la acumulación de reservas hacía posible el control del tipo de cambio (continuidad del modelo) y el pago de la deuda externa pública. No había posibilidad de financiación externa después del *default*, por lo que las necesidades de financiación debieron ser cubiertas por el comercio exterior o por ingreso de inversiones extranjeras.

Sin embargo, los problemas en la cuenta corriente volvieron a irrumpir en la economía argentina, puesto que la simple acumulación de divisas y el mantenimiento del “dólar caro” no resultaron medidas suficientes para zanjar el problema de la competitividad de la producción local y la dependencia tecnológica.

El impulso de la política cambiaria al sector productivo no se tradujo en un cambio de inserción internacional, es decir, en una auténtica diversificación de las exportaciones, en donde los productos manufactureros de elevado valor añadido ganaran terreno. La inserción internacional se mantuvo básicamente orientada a bienes agropecuarios y de bajo valor añadido.

Entre 2002 y 2012 las exportaciones argentinas crecieron un 229 %, mientras que las importaciones lo hicieron en un 527 %. Entre 2002 y 2007 las exportaciones crecieron un 128 %. Menos intenso fue el crecimiento entre 2007 y 2012, sólo un 45 %. Siguió una tendencia creciente hasta 2009, momento en el que impactó la crisis internacional en la economía argentina. Luego volvieron a crecer hasta 2011, retrocediendo nuevamente en 2012. Las importaciones crecieron también de forma más intensa entre 2002 y 2007, un 298 %, mientras que entre 2007 y 2012 lo hicieron en un 58 %. Siguió la misma tendencia que las exportaciones con caídas en 2009 y 2012, este último año por el impacto de las restricciones en el mercado de divisas.

Una de las características de las ventas al exterior en este período ha sido el aumento de la participación de las manufacturas de origen industria (MOI), que pasaron de representar el 29,6 % de las exportaciones totales en 2002 al 34,2 % en 2012. Lo mismo sucede con las manufacturas de origen agrícola (MOA), en 2002 eran el 31,7 % del total de las exportaciones y en 2012 pasaron a ser el 33,4 %. A simple vista parece que hay un avance de los productos manufacturados sobre los primarios, pero lo cierto es que las MOA son productos de escaso valor añadido. Si sumamos la participación

---

<sup>200</sup> Como ya se ha mencionado el impulso de la demanda de países como China, también contribuyó a este impulso de las exportaciones de los productos de origen agrícola que comercia Argentina.



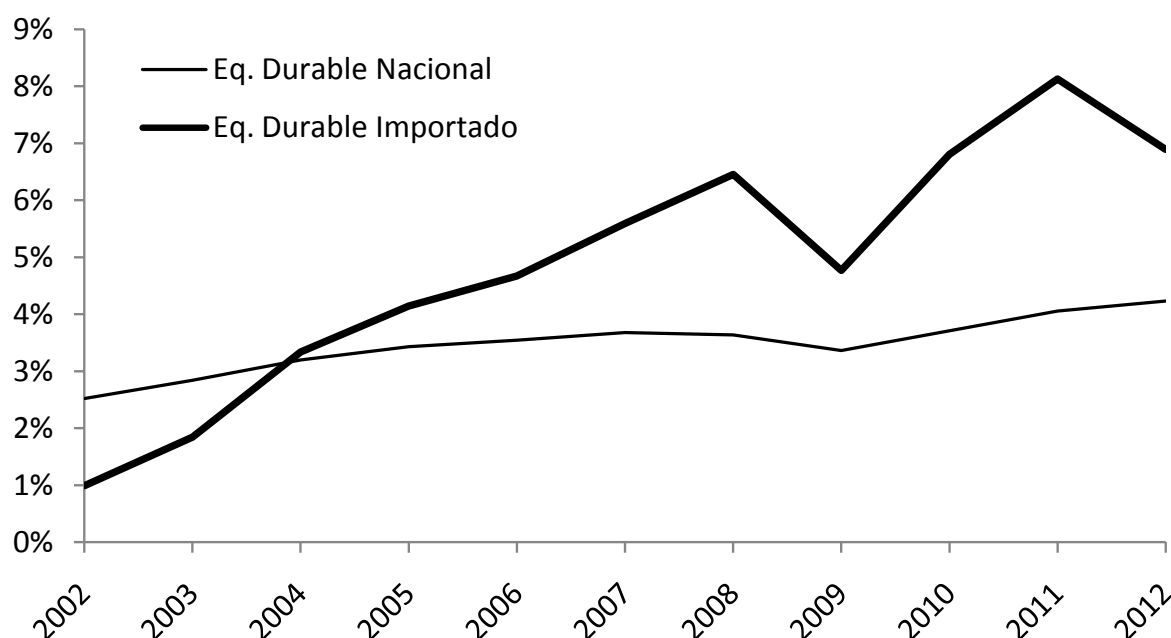
de las MOA y de las exportaciones primarias en el total de las ventas internacionales, vemos que en 2012 representaban el 57,1 %, cuando en el 2002 esta suma llegaba al 50,1 %. Este aumento de importancia del conjunto de los productos vinculados al sector agropecuario nos indica que la inserción asociada a productos primarios se acentuó en estos años.

El crecimiento de la importancia de las MOI no ha significado un cambio en la inserción externa del país. Esta idea se refuerza si incorporamos al análisis el detalle de las manufacturas de origen industrial que participan en las exportaciones. En su mayoría se trata de *commodities* industriales de bajo valor añadido (acero, aluminio, químicos, etc.), y de bienes asociados a sectores en los que se han realizado acuerdos comerciales internacionales, como el automotriz, lo que ha llevado a su escasa integración en la industria nacional.

El sector de las MOI presenta un déficit estructural de divisas (dependencia de bienes de capital e insumos), y una débil integración de valor añadido, que condicionan la perspectiva de un perfil exportador manufacturero dinámico, y que no han sido modificadas ni siquiera parcialmente (Schorr, 2013).

El gráfico 8.6 presenta datos de las inversiones en equipos durables importados y nacionales como porcentaje del PIB. En él podemos ver que las inversiones en equipos nacionales son mayores hasta 2004, a partir de ese momento, el uso de equipos durable importados superará a los de origen nacional, manteniendo esa tendencia y acentuándose hasta alcanzar su nivel máximo en 2011 (8,1 % del PIB).

**Gráfico 8.6: Inversión en equipo durable nacional e importado sobre el total de la IBIF, 2002 - 2012.**



\* Para más detalle véase el cuadro 13 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC.

Otra de las características de la cuenta corriente en la post-convertibilidad es el

déficit energético, que llevó a la pérdida del auto-abastecimiento (Katz, 2014a), acentuando las dificultades que presentaron las cuentas internacionales durante los últimos años del periodo que abarca este trabajo.

Pero, ¿cuáles son las razones por las que la inserción externa condiciona el papel que adopta el capital financiero en la economía argentina?

En primer lugar, las características de la inserción externa que acabamos de mencionar, es decir, un perfil exportador de bajo valor añadido y su débil integración con el resto del sector productivo, condiciona las necesidades de capital financiero internacional, del cual se dependerá, siempre que la venta al exterior no genere los recursos suficientes para cubrir las importaciones que necesita el sector productivo. En el gráfico 7.2 hemos visto como esta dependencia del sector productivo se verifica mediante las tendencias casi idénticas que siguen la inversión y las importaciones.

En segundo lugar, la propia medida que se utiliza para fomentar el comercio exterior (tipo de cambio competitivo) contribuye a aumentar la presión sobre el ingreso de moneda extranjera; sin este ingreso no puede realizarse la intervención en el mercado cambiario que permite el funcionamiento de todo el engranaje del modelo macroeconómico.

Por último, el pago de las obligaciones del Estado, varias veces mencionado en este trabajo, también depende de los ingresos de la exportación. Los mecanismos creados en la reestructuración de la deuda *default*ada en 2001 han recompuesto la rentabilidad de los acreedores externos, con los que se ha cumplido “religiosamente”, y sin siquiera poner en duda la legitimidad de estas obligaciones en el momento de confeccionar las condiciones del canje. Las obligaciones del Estado han resultando ser un elemento más en la necesidad de ingreso de moneda extranjera en la economía. En este sentido, el capital financiero internacional conservó también sus posiciones de privilegio.

La acumulación de reservas se ha utilizado en buena medida para el pago de la deuda externa, reemplazándola por deuda interna. La nueva gestión de la deuda soberana (con sus limitaciones) y este flujo capital proveniente del comercio internacional son los factores que impiden que vuelva a generarse un círculo de pago de deuda con más deuda.

Pero confiar en que el precio de las exportaciones argentinas siempre será favorable es una utopía, como también lo fue la creencia de que la tendencia histórica hacia el déficit comercial no volvería a aparecer, teniendo en cuenta la poca profundidad de las medidas de la época en términos estructurales. Lo cierto es que existe dependencia tecnológica y existe dependencia financiera. Si bien el endeudamiento con el exterior no ha sido, en este periodo, la fuente de recursos internacionales, y el sostén de la política económica, resulta cuestionable descartar de forma permanente la posibilidad de que vuelva a jugar el papel alegórico de “imán” de capitales internacionales y centro de la actividad especulativa.

Las razones que nos han llevado a cuestionar la permanencia de esta situación, fueron detalladas en a lo largo de este trabajo. En primer lugar, por el incremento de deuda pública interna que ha significado su nueva gestión. Como hemos visto en el capítulo 4, la solvencia del entramado de administraciones públicas se encuentra com-

prometida. En segundo lugar, en el capítulo 7 se han incorporado al análisis elementos relacionados con las necesidades de financiación de la economía. La caída del superávit comercial y los problemas de déficit público han provocado que el endeudamiento externo haya comenzado a reactivarse en los últimos años del periodo.

Ninguno de estos elementos traerían de por sí un retorno a la deuda externa como “financiadora” de deuda externa. Esta potencialidad podría reducirse si se tomaran medidas adecuadas para revertir la dependencia tecnológica del sector productivo, al igual que para controlar las salidas de capital del sector no financiero, restringida parcialmente, pero cuya regulación se podría profundizar. La importancia de la fuga de capitales como vehículo de presión sobre las necesidades de financiación externa, se complementa con el hecho de que estos recursos que se escapan de la economía ya no formarán parte de las inversiones en el país; es un símbolo de la falta de compromiso del sector no financiero con el “proyecto nacional”.

El elevado grado de extranjerización de la economía y la continuidad de la Ley de capitales extranjeros contribuyen a reforzar la tendencia a sacar capitales de la economía. El comportamiento de las empresas extranjeras corresponde a estrategias marcadas por las empresas matrices, que casi nunca se relacionan con la estrategia productiva que pueda seguir el país en el que hallan. Por esa razón las inversiones son escasas y con un elevado sesgo importador (compra de bienes a las casas matrices). La Ley de capitales extranjeros no remedia esta tendencia, sino que por el contrario, iguala las condiciones del capital extranjero con las del capital nacional y no impone trabas al giro de beneficios al exterior. Si bien es verdad que el control de cambios ha limitado la fuga de capitales y la repatriación de dividendos, no obstante, se han desarrollado otros mecanismos para conseguir los dólares necesarios y retirarlos de la economía (operaciones de bolsa, mercado “blue”, etc.).

La industria fragmentada y un tejido productivo desarticulado llevan a que en momentos de crecimiento aumente la presión sobre el saldo comercial, y su sostenibilidad en el tiempo dependa de la disponibilidad de divisas proveniente de las exportaciones o del endeudamiento externo. Al no resolverse las debilidades estructurales existentes, se profundiza la dependencia tecnológica y rezago histórico de la industria nacional de bienes de capital. La dependencia del capital financiero internacional continúa vigente.

Pese a que el sector externo (exportaciones - importaciones) carece de una participación desatada en la demanda, condiciona el desarrollo de las variables de consumo e inversión, por la importancia del ingreso de divisas.

Todos los elementos mencionados han sido tratados en profundidad a lo largo de los capítulos precedentes. En este apartado sólo los hemos relacionado con las características de la inserción internacional de la economía argentina, con el fin de perfilar cada vez más el lugar del capital financiero en el proceso económico, y ver como este lugar es definido en buena medida por la forma que toma este proceso.

#### **8.4 Recuperación parcial en la distribución del ingreso**

Desde la perspectiva de los autores de la financiarización, la lógica de las finanzas afecta a la demanda a través sus efectos en la acumulación, es decir, en la inversión

y, con ello, a la creación de empleo. Por otro lado, las preferencias por el corto plazo y la búsqueda permanente de ensanchar la rentabilidad por parte de las empresas, las llevan a reducir costes, acentuando la desigualdad en la distribución del ingreso (Martínez González-Tablas, 2007). Ambas cuestiones hacen referencia a lo mismo: lo que sucede en el ámbito financiero condiciona la distribución del ingreso, y ello, a su vez, la reproducción del proceso de acumulación.

El comportamiento del capital financiero afecta también al salario de forma negativa a través de los efectos de su expansión que resultan nocivos sobre la inversión y, por ende, afectan al empleo. No obstante, también tiene efectos sobre el salario de forma positiva, aumentando el ingreso disponible. Las rentas financieras forman parte de los ingresos de empresarios e inversores. En este caso los ingresos disponibles de estos individuos se amplían gracias a las rentas financieras, por lo que comparten intereses con el capital financiero, al igual que los jubilados cuyos fondos se encuentran en el sistema de capitalización. El consumo final de las familias depende de sus ingresos salariales, el endeudamiento, los salarios indirectos provenientes de las percepciones del Estado, y otros ingresos, dentro de los cuales podrían encontrarse los que acabamos de mencionar. En el caso argentino, quienes reciben ingresos financieros son una minoría muy marginal, y, como hemos comentado en el capítulo 3, el sistema previsional vuelve a estar en manos del Estado. Sin embargo el acceso al endeudamiento es importante, como ya hemos comentado.

Veamos la relación que existe entre el comportamiento del capital financiero en este periodo y su relación con la distribución del ingreso. Teniendo en cuenta los elementos que acabamos de mencionar veremos la evolución de los indicadores de distribución, como el nivel de desempleo y de desigualdad, la distribución funcional del ingreso (masa de salarios y beneficios), e indicadores relacionados con el ingreso del capital financiero.

El crecimiento de la economía impulsó el crecimiento del empleo y la recuperación del sector productivo, vía mejora de los precios relativos de los bienes transables, lo que implicó una mejora de la redistribución con respecto a la década de 1990. El efecto de la expansión económica impactó en la creación de empleo, lo que permitió un aumento de los ingresos de la población.

Durante los primeros años del nuevo siglo, se tomaron ciertas medidas que mejoraron los ingresos de los asalariados, no solamente como forma de aliviar los terribles efectos de la crisis en la sociedad y por la necesidad de realizar ciertos ajustes en relación con la devaluación, sino también como forma de ampliar la base social de gobierno kirchnerista (Peralta Ramos, 2007).

A lo largo de esos años el salario mínimo aumentó por decreto y a través del Consejo Nacional de Empleo, volvieron a realizarse las negociaciones salariales y, como resultado, el ejército industrial de reserva vio mermar sus filas. También se elevaron los ingresos de jubilados y pensionados, aunque de forma limitada<sup>201</sup>.

<sup>201</sup> Las demandas de mejora de las jubilaciones solicitan que sean el 82 % del salario mínimo, vital y móvil, nivel al que no se había llegado al cierre de nuestro periodo de estudio. De acuerdo a Ley de Contrato de Trabajo, el Salario Mínimo Vital y Móvil es "la menor remuneración que debe percibir en efectivo el trabajador sin cargas de familia, en su jornada legal de trabajo, de modo que le asegure alimenta-

Las condiciones de vida avanzaron aunque no se han realizado reformas profundas que supongan un cambio radical de la redistribución de la riqueza en favor de las clases menos favorecidas. Se asumieron, bajo la tutela del Estado, ciertas mejoras respecto de la década anterior, aunque la recomposición de los indicadores sociales haya resultado modesta en comparación a los niveles de crecimiento (Basualdo, 2011).

En la lista de mejoras encontramos la reducción del desempleo, que pasó del 20,4 % en el primer trimestre de 2003 al 6,9 % en el cuarto trimestre de 2012 (conglomerados urbanos), recuperando los niveles presentes en octubre de 1990 (6,3 %), pero no los presentes en la década de 1970<sup>202</sup>. El mercado laboral siguió manteniendo sus características de heterogeneidad y fragmentación, además de presentar un elevado porcentaje de empleo no registrado (Eskenazi, 2009). Según datos publicado por el Ministerio de Trabajo, el empleo no registrado de mayores de 18 años era del 34,1 % del total de asalariados mayores de 18 años<sup>203</sup>, y según el Informe Mundial sobre Salarios 2014/ 2015 de la OIT los asalariados informales sobre el empleo total en 2011 se encontraban levemente por debajo del 50 % (OIT, 2015, p.62).

El total de hogares bajo la línea de pobreza (urbana) eran del 42,7 % en el primer semestre 2003, mientras que en el segundo semestre de 2012 representaban el 4 % según datos del INDEC. En 1970 este indicador habría sido del 5 %, lo que nos muestra que se ha producido una mejora en cuanto a los niveles presentes en esos años, y muy significativa respecto a los niveles inmediatamente posteriores a la crisis<sup>204</sup>.

No ocurre lo mismo con la desigualdad, el quintil más pobre en 1990 percibía el 2,3 % de los ingresos, y el más rico el 34,8 % (según datos de la CEPAL). Mientras que en 2001, los porcentajes eran de 1,2 % para el quintil más pobre y el 40,6 % de los ingresos eran percibidos por el quintil más rico. Entre los años 2002 y 2012 no se alcanzan los niveles de igualdad de 1990, aunque el quintil más pobre aumenta respecto del 2001 al 1,4 %, y el más rico reduce su participación al 36,2 %. También quedan lejos los niveles de los años los ochenta, cuando el quintil más pobre percibía el 2,8 % de los ingresos y el más rico el 30,9 %. Otro indicador de desigualdad es el índice de Gini. En Argentina este índice pasa a ser de 0,492 en 2012, cuando en el 2000 llegó a ser del 0,544, según datos de la CEPAL. Se trata de una mejora significativa, aunque tampoco se alcanzan los niveles anteriores a la crisis, ya que en 1992 era de 0,482.

Uno de los indicadores relevantes en términos de la distribución del ingreso y su relación con las finanzas, es la distribución funcional del ingreso. Cuando hay una expansión de las finanzas, esto suele reflejarse en un aumento de la masa de beneficios y un desplazamiento de la masa de salarios, puesto que las rentas financieras obligan a un aumento de las ganancias de las que provienen, lo que convierte al salario en la variable de ajuste.

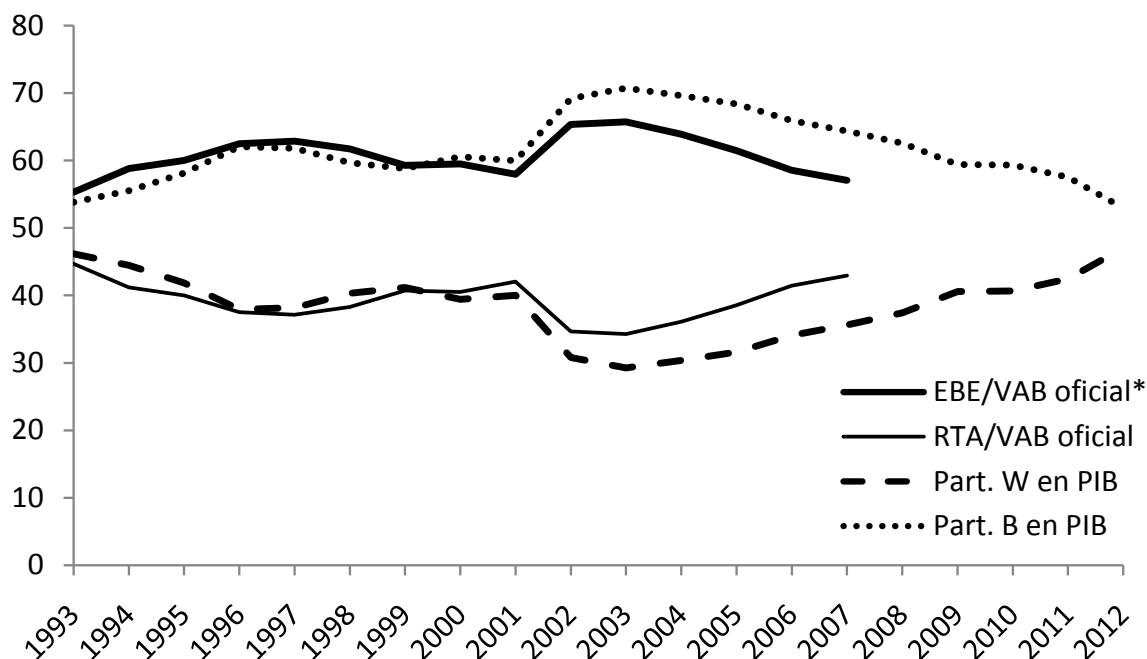
ción adecuada, vivienda digna, educación, vestuario, asistencia sanitaria, transporte y esparcimiento, vacaciones y previsión”.

<sup>202</sup>En octubre de 1974 el porcentaje de desempleo era del 3,5 %, según datos del INDEC.

<sup>203</sup>Según datos de la Revista de Trabajo n° 11 del Ministerio de Trabajo, en base a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) realizada por el INDEC en el cuarto trimestre de 2012.

<sup>204</sup>Anuario estadístico 1995 de la CEPAL.

**Gráfico 8.7: Porcentaje de beneficios y remuneración al trabajo asalariado sobre el valor añadido, 1993-2012.**



\* Los beneficios incluyen el ingreso bruto mixto, correspondiente al saldo contable de la cuenta de generación del ingreso de las empresas no constituidas en sociedad, propiedad de los miembros de los hogares (cuasisociedades). Se lo denomina “mixto” porque no puede diferenciarse la porción de ese ingreso que corresponde a la retribución al trabajo de la que corresponde a la retribución de los activos que intervienen en el proceso productivo. Para más detalles sobre los datos oficiales véase el cuadro 19 del anexo estadístico.

Fuente: elaboración propia en base a datos del INDEC y de la base de datos del CEPED.

Debido a la falta de datos oficiales sobre la distribución funcional del ingreso a partir de 2007, hemos utilizado la base de datos del Centro de Estudios sobre Población, Empleo y Desarrollo de la Universidad de Buenos Aires (CEPED) como alternativa, puesto que los datos están completos para nuestro periodo. En este caso la metodología de cálculo es diferente a la utilizada por el INDEC por lo que no coincide totalmente con la serie oficial<sup>205</sup>, aunque esta diferencia adquiere relevancia a partir del 2002. No obstante, esta diferencia no se refleja en las tendencias, ambas series presentan un comportamiento similar de los salarios y del beneficio en el ingreso.

En el gráfico 8.7 podemos ver como el excedente bruto de explotación sobre el valor añadido bruto se eleva entre 2001 y 2003, a partir ese año, comienza una trayectoria descendente hasta 2012. En esta primera parte del periodo el aumento de los beneficios, correspondería al efecto que la devaluación tiene sobre los salarios reales, y al bajo nivel de empleo a la salida de la crisis. Hemos incluido los datos desde 1993 (desde donde comienza los datos publicados por el INDEC, utilizando esta anualidad

<sup>205</sup>Para consultar la metodología utilizada en el cálculo de esta serie ver (Graña y Kennedy, 2008). El cálculo de la participación en el salario se realiza mediante la siguiente igualdad: Participación del salarios = Coste laboral horario x (1/productividad) x tasa de asalarización x (horas asalariados/horas ocupados).

como año base) ya que al observar toda la serie podemos matizar el alcance del incremento de los salarios en el ingreso.

Los beneficios reducen su participación en el ingreso del 70,7 % en 2003 (65,4 % según datos del INDEC) al 53 % en 2012. Esta participación será a penas menor que la presente en 1993 (53,8 %). La caída de la participación de la masa de beneficios en el ingreso es un dato relevante, en la medida en que en el periodo anterior el salario resultó ser la variable de ajuste, se produjo un avance de los beneficios sobre los salarios, como resultado de la aplicación de las medidas neoliberales. Esto coincidiría con un avance del capital financiero, cuyas rentas requerían de una ampliación de la masa de beneficios.

En la post-convertibilidad, el aumento de los beneficios en los primeros años coincide con el momento en el que la rentabilidad del sector financiero no es especialmente elevada y los acreedores extranjeros se ven perjudicados por el *default*. Este aumento de la participación de los beneficios, correspondería al efecto de la devaluación, no a una expansión de las finanzas.

A partir de 2003 la participación de los salarios en el ingreso comienza a recuperarse por el efecto de la creación de empleo, pero también por las mejoras salariales que se dan en el periodo. Al respecto Basualdo (2011) sostiene que, a partir de la elevada concentración económica, la inflación es el principal instrumento de los sectores dominantes para neutralizar el aumento de la participación de los trabajadores en el ingreso. Además existe la necesidad de mantener los salarios reales internacionales bajos para compensar la debilidad relativa del capital a nivel internacional, es decir, la brecha tecnológica (Basualdo, 2011).

Para el capital local, el salario real aparece como una variable dependiente de la brecha de productividad, cuya manifestación inmediata está dada por el comercio exterior. Si la brecha aumenta o disminuye, entonces, el proceso de valorización de capital tendrá necesidad de hacer ajustes o no en costes salariales para compensar la competitividad (Eskenazi, 2009).

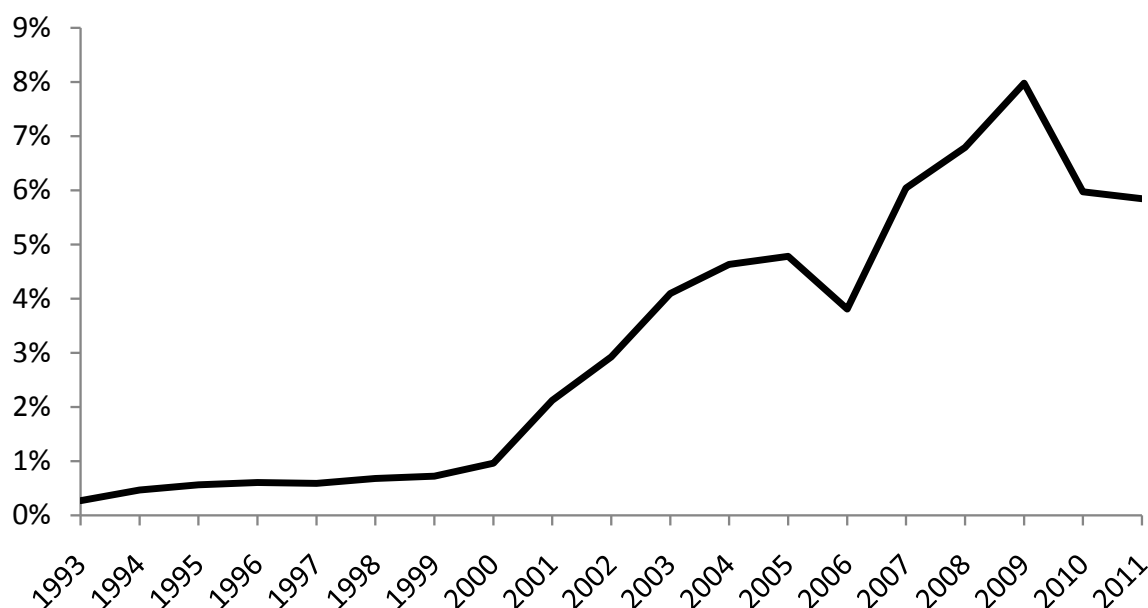
A partir de 2003 la masa salarial comienza a recuperarse, mientras que en 2005 las rentabilidades del sector financiero se vuelven positivas y se reestructura la deuda con la vuelta al ruedo de los acreedores internacionales. El capital financiero recupera su rentabilidad en un momento en el que los beneficios siguen una tendencia decreciente en la participación en el ingreso. ¿Cómo se explica que la rentabilidad del capital financiero aumente y los salarios también lo hagan? Lo cierto es que las condiciones en las que se encontraba la economía argentina, no sólo como consecuencia de las medidas neoliberales, sino también por el impacto de la devaluación luego del colapso de 2001, llevaron a los beneficios a un nivel de participación en el ingreso muy elevado. El hecho de que los salarios no disminuyan su participación en el ingreso, sino por el contrario, la aumenten, no implica que el capital financiero haya retrocedido en su participación de los beneficios como lo indican sus índices de elevada rentabilidad y el aumento de la distribución de dividendos, y tampoco quiere decir que sus “intereses” se hallen al servicio de los intereses del sector productivo, como queda demostrado en la débil conexión que existe entre el sector financiero y la producción.

El avance de los beneficios del capital financiero, a partir de 2004, convive con un

aumento de la inversión. A partir de este año, la intermediación financiera recupera la participación en el PIB, mientras la industria retrocede, pero el sector productivo mantiene la rentabilidad elevada de algunos sectores, lo cual incentiva cierto nivel de inversión, a pesar de que la economía presente cada vez más contradicciones. En 2011, cuando la inversión alcanza su máximo histórico (24,5 %), el sector financiero es uno de los sectores más rentables de la economía<sup>206</sup>, y la fuga de capitales alcanza su máximo nivel del periodo, todo esto en un contexto de economía creciente (8.8 %).

Uno de los indicadores que nos muestra el crecimiento de las rentas del capital financiero es el reparto de dividendos, presente en el gráfico 8.8.

**Gráfico 8.8: Dividendos pagados en efectivo como porcentaje del PIB, 1992-2012.**



Fuente: elaboración propia Anuario Bolsa de Comercio de Buenos Aires y Ministerio de economía.

Según estos datos los dividendos en efectivo como porcentaje del PIB aumentaron de forma significativa a partir del 2000. Puede interpretarse como una consecuencia de la crisis, debido a que las expectativas de rentabilidad disminuyeron. Hemos incluido en este gráfico los datos de la década anterior, pues de esta forma puede verse el cambio de una década a la otra. Si bien el tipo de interés real es bajo e incluso negativo en este periodo (capítulo 5), al contrario que en el anterior, los dividendos siguen una evolución inversa. Hay un cambio de canales a través de los cuales el capital financiero recibe sus rentas.

Luego de la crisis, cuando las expectativas mejoraron y la inversión aumentó, los dividendos siguieron su tendencia creciente, partiendo del 2,9 % del PIB hasta alcanzar el 4,8 % en 2005, y su nivel resultó significativamente más elevado que en la década anterior. En 2006 la distribución de beneficios cayó, pero se recuperó inmediatamente, alcanzando su máximo nivel en 2009 (8 % del PIB), coincidiendo con el año en el que la crisis internacional impactó en la economía argentina. Debe tenerse en cuenta,

<sup>206</sup>Según entrevista Julio Gambina 19 de Agosto 2011. Ver *Página 12*, 19 de enero de 2011.



igualmente, que este pico está influenciado por la caída del PIB en ese año. En 2011, último dato del que disponemos, el porcentaje se reduce al 5,8 %.

Por otro lado, en Argentina las rentas financieras no forman parte de los ingresos de los individuos de forma generalizada, como hemos visto la participación en la bolsa ha sido limitada hasta la implementación de la nueva ley de mercado de capitales en 2012. Aunque el lucro financiero que puede generar la compra y venta del dólar en el mercado negro pueda ser un poco más significativo que el proveniente de activos financieros, se reduce a una porción de la población que no es la mayoritaria. Por otro lado, los fondos de jubilación están nuevamente en manos del Estado desde 2008. No existe “comunidad de intereses” entre el capital financiero y los individuos que pueda afectar de alguna forma a la demanda y a la dinámica económica en este sentido.

Sin embargo, según lo analizado en el capítulo 5, los préstamos al consumo son una de las actividades principales y más lucrativas del sistema financiero, y como hemos visto el consumo es el principal componente de la demanda agregada. El capital financiero realiza una punción directa sobre los salarios, los que han gozado de cierta mejora en estos años.

En este periodo las altas rentabilidades financieras han convivido con un crecimiento de la inversión y del empleo, y una mayor participación de la masa salarial en el ingreso. Se ha producido un aumento de los salarios, lo que ha llevado a una mejora de la distribución, visibles en los índices de empleo, desigualdad y pobreza. No obstante, la recuperación de estos índices no han alcanzado los niveles presentes en los años anteriores a las medidas neoliberales y al modelo de “valorización financiera”. Gran parte de las ganancias financieras, provienen del crédito al consumo, la punción se produce directamente sobre el salario, sin necesidad de que intermedie el proceso de producción. El capital financiero ha permitido el funcionamiento de un modelo en el que el salario puede expandirse de forma limitada, especialmente en términos internacionales. Mientras se mantenga el tipo de cambio competitivo, los salarios mantendrán su capacidad de expansión, siempre y cuando resulten más baratos respecto a los niveles internacionales, puesto que el modelo necesita del sector exportador para mantenerse “vivo”. El crédito ha contribuido a superar las limitaciones de la expansión del salario.

## **8.5 Influencia mutua del Estado interventor y el capital financiero**

La relación del Estado con el capital financiero en este trabajo se ha abordado en el capítulo 3, a través de la regulación y sus efectos en el ámbito financiero, en el capítulo 4, a través del análisis de las finanzas públicas y la nueva gestión de la deuda, y en el capítulo 7, al abordar las necesidades de financiación de la economía en general y el lugar que en ellas tienen las necesidades concretas de la administración pública.

En este apartado, se abordará la cuestión desde las implicaciones que tienen un giro intervencionista, en contraposición con la liberalización extrema en el pasado reciente, puesto que una de las grandes diferencias con el conjunto de medidas neoliberales ha sido este giro en el marco del modelo neodesarrollista, aunque en términos generales no se trate de un modelo rupturista.

El margen de influencia de la administración en el orden económico y social puede apreciarse en cinco ámbitos.

El primer ámbito es el correspondientes a las políticas monetaria y cambiaria. El Estado ha recuperado estas herramientas, inhabilitadas durante el periodo de convertibilidad.

En capítulos anteriores hemos visto que la devaluación y el *default* perjudicaron en un primer momento al capital financiero, tal como hemos visto, desplazándolo de su lugar central, a través del quiebre del ciclo especulativo que giraba en torno a la deuda (necesidades de financiación - incremento de la deuda pública - más necesidades de financiación). Sin embargo, la intervención estatal, impidió la quiebra del sistema financiero a través del rescate, engrosando su endeudamiento y el coste en la sociedad. Al igual que permitió el manejo de la paridad cambiaria coadyuvando a la acumulación de reservas que luego facilitaría el pago a los acreedores externos.

En parte, la recuperación de las herramientas de las políticas del Banco Central marcaron el comportamiento del capital financiero en esta época. Sin ella no hubieran podido realizarse los pagos de la deuda reestructurada. Además han condicionado el papel del sector financiero, principal comprador de los títulos del BCRA (a través de las cuales realiza su intervención). La emisión de estos títulos elevó el tipo de interés nominal, independientemente de que el tipo de interés real se haya reducido por efectos de la inflación. Este último elemento debe tenerse en cuenta sopesando el hecho de que los tipos nacionales son elevados en comparación a los niveles internacionales.

El segundo ámbito corresponde a la recuperación de cierto margen de soberanía, al desprenderse de los condicionamientos del FMI. La cancelación de sus obligaciones con el organismo y la confección de la reestructuración de la deuda en suspensión de pagos sin su intervención dieron un vuelco a las relaciones que el gobierno argentino mantuvo durante el periodo anterior con el FMI.

Marx (1894) se refiere a los títulos de deuda pública, en su carácter de capital ficticio, en virtud del cual se convierten en derechos a la participación de cierto importe de los ingresos fiscales anuales. Los capitales representados por títulos de deuda pública llevan a cabo la punción sobre los ingresos del Estado, a través de los impuestos y de los intercambios con el exterior, además de multiplicar de forma ilusoria su existencia como capital, ya que pueden ser vendidos en mercados secundarios, lo que también puede dar origen a ganancias financieras. El pago por la tenencia de estos derechos, durante el periodo anterior, incrementó notablemente las necesidades de financiación del Estado argentino. La reestructuración habría reducido estos pagos y habría desplazado del capital financiero (en este caso internacional) de su posición central, a través de una mejor gestión del endeudamiento con el exterior, aunque para ello se hubiera necesitado el aumento de la financiación interna. Por otro lado, las condiciones externas favorecieron el fin del circuito que colocaba a la deuda en el eje del modelo

Pero se establecieron mecanismos que resguardaron la rentabilidad obtenida por los acreedores, y la “vocación pagadora” influyó en ciertas decisiones de política económica, manifestando así la importancia de la deuda pública en términos de condicionalidad y dando lugar al cuestionamiento sobre la sostenibilidad de esta política

basada en la financiación a través del entramado de instituciones públicas. La financiación interna posibilitó que se mantuvieran los pagos de la deuda, y por ende que se pagaran elevadas rentabilidades a los tenedores de la misma. En este sentido se puede apreciar la influencia del Estado y del resto de instituciones públicas en el rol que el capital financiero tiene en la economía argentina.

Aunque desde una óptica diferente, la deuda pública ha formado parte de las necesidades de financiación del Estado. Este endeudamiento ha incrementado la dependencia de la divisas provenientes del exterior, y ello ha convertido a los niveles de reservas en un factor esencial a la hora de sopesar qué medidas de política económica llevar adelante. La reforma de la Carta Orgánica del Banco Central y los controles en el mercado de divisas son claros ejemplos de que la regulación en el ámbito de las finanzas está en función del pago acreedores externos.

El endeudamiento público continua siendo una de las principales vías de salida de recursos al exterior (punción del capital financiero internacional). Se recurre a las reservas internacionales para su pago, lo que hace necesaria la continua intervención del Banco Central para la compra de divisas y la política de esterilización para mantener la paridad cambiaria.

En tercer lugar, con el mayor margen de intervención del Estado se recupera el potencial de influir en el proceso productivo a través de empresas del Estado. Se recuperaron algunas empresas privatizadas en los años noventa, entre los casos más notorios están Aerolíneas Argentinas e YPF. Sin embargo, el alcance de las privatizaciones de aquellos años no se revierte. A ello se suma la ampliación de los espacios de la banca pública en el sistema financiero, el cual se ha orientado fundamentalmente a la financiación pública, en lugar de influir en políticas de desarrollo.

Algunos autores han sostenido que la banca pública ha llevado adelante un papel importante en las medidas anticíclicas. Golonbek y Mareso (2011, p.12) analizan los créditos entre 2007 y 2010, y llegan a la conclusión de que estos crecen menos que el PIB (préstamos del sector privado crece un 61 %, excluyendo al Banco Nación, mientras que el PIB crece un 74 %). Los datos convergen si incluimos en los datos de crédito al Banco Nación (75 %). Los préstamos sólo de esta entidad pública crecen, en ese periodo, un 156 %, lo que evidenciaría su papel en términos de políticas anticíclica. No obstante, el porcentaje de financiación al sector público por parte de la banca pública resulta relevante, y aunque contribuye en mayor medida que la banca privada al crecimiento, debe tenerse en cuenta este hecho al valorarla. Según datos del Balance del Sistema Financiero publicado por el Banco Central en el Informe de bancos, el 72,5 % de la financiación al sector público provino de la banca pública en 2012.

La banca, en especial la pública, ha financiado el pago de la deuda reestructurada, mediante la compra de títulos del Banco Central. Es así como tanto las políticas monetaria y cambiaria, como la gestión de las finanzas públicas, influyen en el comportamiento del sistema financiero. Las entidades financieras intervienen en el pago a los acreedores externos al participar en el sostenimiento de la política de esterilización y de mantenimiento del tipo de cambio, que permite, a su vez, la acumulación de reservas internacionales para el pago de la deuda externa pública. Al tiempo que se

lucran con los beneficios procedentes de la misma. Y aunque estas rentas no sean su principal fuente de ingreso, los elevados tipos de interés que remunera se convierten en referentes para la oferta de créditos.

En lo relacionado con el intervencionismo estatal en el sector productivo, se han otorgado subvenciones a dicho sector<sup>207</sup>, pero con las características de otros periodos de la historia, guiadas por motivaciones políticas y con escasos resultados en términos de cambio. Nos dice Katz (2014, p.237) al respecto:

En los últimos ocho años se utilizaron cuantiosos recursos del estado para alentar el resurgimiento de la burguesía nacional, esperando que apuntale el desenvolvimiento del modelo. Esas subvenciones fueron íntegramente costeadas por los sectores populares y el resultado ha sido decepcionante. Nuevamente se repitió la infructuosa experiencia de un “capitalismo de amigos”, que dilapida recursos y obstruye la industrialización.

Fuera del alcance de este trabajo, y por lo tanto sin relación con lo sucedido con el capital financiero, el gobierno también ha llevado adelante medidas en el terreno social. Consideramos relevante mencionarlo, aunque sea de manera superficial, puesto que este ámbito de intervención fue dejado de lado en el periodo menemista. A través de la buena salud de las cuentas públicas, por lo menos hasta 2008, se han podido llevar adelante ciertas medidas, que aunque asistencialistas (plan Jefes y Jefas de familia, asignación universal por hijo, etc.), han permitido mejorar el nivel de vida de las fracción de la sociedad más castigada por la crisis. Las intervenciones en el ámbito social no se han limitado al asistencialismo, como se ha mencionado a lo largo del trabajo, también se han realizado mejoras salariales y previsionales, además de otros emprendimientos como las ayudas a la compra de viviendas, por ejemplo<sup>208</sup>.

Sin embargo, no existió en el seno del proyecto neodesarrollista en el que se encuadra el modelo macroeconómico de este periodo, un replanteo de alterar las condiciones de desigualdad presentes en la sociedad. Aunque en cierta medida se haya asumido el tutelaje estatal sobre los sectores populares, impulsando el sesgo a favor de la clase trabajadora (Basualdo, 2011).

La ampliación de recursos disponible ha otorgado cierta autonomía al gobierno respecto del periodo anterior, especialmente durante la llamada “fase expansiva” (2002-2007), cuando las elevadas tasas de crecimiento y las retenciones a la exportación ampliaron su recaudación. También influyeron en la esta recuperación el impulso inicial que representaron la suspensión de pagos en 2001 y, más adelante, la nueva gestión de la deuda pública.

Pese a este aumento en su capacidad de intervención, el conflicto con el campo en 2008, puso de manifiesto los límites al margen de maniobra del gobierno. Además, no se han alterado ciertas medidas que han sido pilares fundamentales para el funcionamiento del modelo de “valorización financiera”. Es el caso de la ley de capitales

---

<sup>207</sup>Se desatan escándalos de corrupción, por la escasa contrapartida en términos de expansión productiva.

<sup>208</sup>Programa PRO.CRE.AR mediante el cual se entregan créditos hipotecarios, a tipos menores de los que ofrece el mercado, para reformar viviendas, construirlas, o adquirir las que pertenecen al programa.

extranjeros y la ley de entidades financieras. Las garantías de libre movilidad de capitales no se alteraron, sólo a partir de 2011 se realizaron controles, pero no a través de la regulación, sino a través de las autorizaciones del Banco Central. Por otra parte, se buscó recomponer las relaciones con los mercados internacionales de capital de quienes supuestamente el gobierno buscaba independizarse.

Es plausible pensar que esta falta de profundidad en las medidas, en general, tengan sus raíces en la falta de interés que el esquema tiene en cuestionar en profundidad la regresión social, en un nivel más profundo, en cuestionar al sistema capitalista.

En 2008 aparecieron las primeras restricciones representadas por el peso de la deuda externa, reapareció la inflación y se volvió a manifestar el problema de fuerte dependencia externa de la estructura productiva. Lo que nos lleva a concluir que el aumento de la capacidad interventora estatal en la economía no ha sido aprovechada en favor del desarrollo del país, puesto que los problemas de dependencia tecnológica y de la tendencia de la inserción externa hacia los productos primarios no han sido resueltos.

El aumento de su capacidad de influencia ha coincidido con la conservación de elementos presentes también en el momento en el que el Estado había reducido en gran medida su arbitraje en lo económico y social. En definitiva, la nueva gestión ha presionado sobre las cuentas públicas igualmente, contribuyendo al deterioro de las mismas. Esta situación, al igual que los problemas para mantener las condiciones favorables de las cuentas externas y la continuidad de ciertos problemas estructurales de la economía argentina, han llevado al deterioro del nivel de reservas.

Si esta situación se mantiene, sólo bastaría la caída de los precios internacionales de las *commodities* o la insolvencia de las instituciones públicas para el retorno a los mercados internacionales de crédito. Lo que devolvería el protagonismo a la deuda pública como eje de la atracción de capitales extranjeros de corto plazo.

Estos elementos dan un carácter relevante a la deuda pública, aunque con un papel diferente al desempeñado en el periodo de la “valorización financiera”, mediante su rentabilidad y su posición privilegiada dentro de las prioridades del gobierno, la misma juega a favor de un papel del capital financiero más afín al que mantenía en dicho periodo, que a un nuevo papel en favor de un modelo con eje en el sector productivo. Es decir que hay cierto condicionamiento del capital financiero hacia el Estado, no sólo expresado en términos de la situación de privilegio de los acreedores externos de la reestructuración, sino también del comportamiento del sector financiero que no ha sido redirigido hacia el ámbito productivo. Esto último queda reflejado en la ausencia de cambios determinantes en la ley de entidades financieras, que ha continuado vigente. Se trata de un doble condicionamiento, no puede alterarse la regulación, puesto que ello podría interferir con la función que el sistema financiero cumple en el mecanismo de pago de la deuda canjeada en 2005 y 2010.

Los cambios que podrían haberse logrado a partir de la crisis de 2001, a través de la reestructuración o a través de una nueva orientación de la banca como consecuencia de la favorable situación de la banca pública, no se han llevado a cabo. La banca pública pasa a formar parte del concierto de organismos públicos que financian al Estado, transformando deuda externa en deuda interna, para cumplir puntualmente

con el pago de la reestructuración. Tampoco la regulación ha ido en esa dirección, acomodándose a las necesidades de pago y llevando a que se tomen otras medidas, como en el caso de ley de mercado de capitales, para solucionar problemas que ella misma va generando. Aunque para su implementación el gobierno haya recurrido a un discurso que incluye a todas ellas en la línea productivista, las medidas de política económica en el ámbito de las finanzas carecen de profundidad en términos de orientación del sistema financiero a lo productivo. El Estado sigue estableciendo las condiciones para que el capital financiero mantenga un posición desvinculada del ámbito productivo y perciba elevadas rentabilidades. El capital financiero mantiene ciertos espacios de poder como fracción de la clase dominante.

\*\*\*

El discurso productivista del gobierno se ha basado en datos que lo corroboran, pero sólo si se contemplan en la parcialidad. A lo largo de nuestro periodo de estudio la industria avanzó con respecto a sus niveles de participación en el producto presentes en 2001. A su vez a partir de 2004 se revierte la tendencia, aunque ligeramente. Por su parte la intermediación financiera en contraposición sigue el camino inverso, pero en el momento de crecer lo hace más intensamente. Cuando las dificultades en la esfera de la producción comienzan a hacerse latentes, la esfera de la circulación resulta atractiva para el desplazamiento de inversiones. Este comportamiento de las variables es coherente también con lo que hemos analizado en el capítulo 5 respecto a la debilidad del vínculo entre el sector financiero y el aparato productivo.

En este capítulo hemos visto también, que la continuidad de ciertos problemas estructurales en la producción y una determinada inserción externa determinan el papel que el capital financiero internacional ocupa en la dinámica económica, ante la necesidad del ingreso de divisas. A su vez las necesidades de moneda extranjera, necesidades donde las finanzas públicas y los inversores internacionales ocupan un lugar destacado, terminan beneficiando a esta determinada inserción internacional porque dependen de ella.

Un sector financiero rentable y elevadas rentas financieras para acreedores e inversores externos son contemporáneos al crecimiento de la inversión y una mejora en la distribución en el ingreso, que aunque parcial, ha cristalizado en un aumento de la masa salarial en el ingreso. El capital financiero se incorpora en este esquema como financiador del consumo, obteniendo parte de sus rentas de la punción directa de los salarios, por lo que la ampliación de la masa de beneficios no resulta “necesaria”. A su vez el endeudamiento de los individuos contribuye a que los salarios soporten la presión de la inflación, además de mantenerse competitivos a nivel internacional.

El Estado ha actuado como némesis del capital financiero, pero también como su benefactor, como se ha podido comprobar en la batería de medidas de regulación ya analizadas. La diferencia fundamental con el periodo anterior es su papel interventor, que hemos resumido en tres ámbitos: la política de tipo de cambio competitivo, como mecanismo inicial de reactivación del aparato productivo; el fin del yugo representado por los condicionantes del FMI, expresados en el pago de la deuda oficial y la nueva gestión de la finanzas públicas; y la restauración de su poder de influencia en el ámbito

productivo a través de la recuperación de algunas empresas privatizadas y la ampliación de la banca pública. Todo esto posibilitado por la recomposición de las cuentas públicas, que sufre una recaída hacia el final del periodo. Sin embargo, a pesar de esta intervención no se ha modificado de forma drástica el rol del capital financiero. Se establece una condicionalidad mutua, en la que el Estado necesita que el capital financiero cumpla el papel que actualmente desempeña para mantener el esquema de tipo de cambio competitivo. Por su parte la influencia del capital financiero se ha demostrado a través del rescate financiero, las características ventajosas de la reestructuración y la falta de reforma financiera.

Buena parte de los indicadores de la financiarización han sido utilizados en esta parte de la tesis, y a lo largo de todo este trabajo, como instrumentos para analizar lo sucedido en Argentina entre 2002 y 2012. Pero los argumentos utilizados por las propuestas de la financiarización, no se adecúan a su situación, intentar encuadrar lo que sucede en Argentina en cualquiera de ellas llevaría a la conclusión falsa de que el capital financiero ha sufrido un desplazamiento de la posición central en la dinámica económica argentina. Sin embargo, existen evidencias de que ese desplazamiento ha sido parcial, específicamente si nos referimos al papel de la deuda como mecanismo proveedor de moneda internacional. El capital financiero mantuvo algunos rasgos de centralidad y de expansión. Entre ellos su desconexión con la producción -que alimenta la ilusión de independencia-, las elevadas rentas financieras -provenientes de la deuda pública, los dividendos y de las actividades del sector financiero- y la posición prioritaria de sus intereses en las decisiones de política económica. Sin embargo, dos cuestiones hacen que la situación actual difiera de la anterior, en primer lugar, se han producido ciertos cambios en los canales a través de los cuales el capital financiero obtiene sus rentas, en segundo lugar, las finanzas ya no posibilitan el funcionamiento del proceso de acumulación a través de los capitales extranjeros atraídos por la deuda pública. No obstante, la situación actual responde a una cuestión coyuntural, no estructural. Al no modificarse la inserción externa, el rol potencial del capital financiero internacional continúa existiendo, aunque en este periodo ni ha sostenido el modelo macroeconómico ni ha cubierto las necesidades de financiación; ese rol ha sido ocupado por los recursos provenientes de las exportaciones.

Los tres objetivos planteados al comienzo de esta investigación se han conseguido mediante el análisis realizado a lo largo de los 8 capítulos que componen esta tesis.

a) Verificar si el cambio de orientación en la política económica a desplazado o no al capital financiero de su posición central en la dinámica económica.

b) Analizar el alcance del giro de la regulación que afecta al ámbito de las finanzas.

c) Determinar si el giro de la política económica ha producido cambios de relevancia en el funcionamiento de los mecanismos que dan lugar a la centralidad del capital financiero.

A continuación se expondrá, en primer lugar, la confirmación de las hipótesis de investigación, y en segundo lugar, las conclusiones principales a las que se ha podido llegar a raíz del análisis realizado en cada uno de los capítulos de este trabajo, a las que hemos incorporado algunos comentarios adicionales.

### **9.1 Confirmación de hipótesis**

Partiremos de las hipótesis complementarias, puesto que de la confirmación de ellas depende la confirmación de la hipótesis principal.

#### **Hipótesis complementarias:**

**Hipótesis 1:** La nueva gestión de la deuda pública ha conservado su elevada rentabilidad y, con ello, su elevado peso en las cuentas públicas. Esto ha facilitado que la deuda pública continúe siendo uno de los componentes de las necesidades de financiación del Estado y conserve su capacidad de condicionamiento en las decisiones de política económica, pese a haber dejado de realizar su función como mecanismo principal de atracción de capitales extranjeros.

Se confirma la hipótesis 1 de las hipótesis complementarias. La reestructuración de la deuda pública, posterior a la suspensión parcial de pagos, no ha alterado su lugar privilegiado en las decisiones de política económica, además de continuar siendo un activo financiero de elevada rentabilidad. Por esta razón, y pese a perder su función en el ingreso de capitales extranjeros, sigue ostentando un lugar de significativa importancia en el ámbito especulativo. Además, continúa representando un peso elevado para las cuentas públicas, por lo que sigue presionando sobre las necesidades de financiación del Estado argentino. La pérdida de su función como mecanismo de atracción de capitales internacionales ha sido posible mediante el aumento de la deu-



da con organismos de la administración pública.

**Hipótesis 2:** Los cambios en la orientación de la política económica en la post-convertibilidad no modifican la débil conexión entre el sector financiero y el ámbito productivo, y dan lugar a que el sector mantenga su elevada rentabilidad en relación con el resto de los sectores de la economía.

En el caso de la débil conexión del sector financiero y el ámbito productivo queda confirmada. Se comprueba que la actividad del sector ha estado orientada hacia el crédito de corto plazo, la financiación al consumo y la tenencia de títulos públicos, especialmente del Banco Central. Su participación en la financiación del Banco Central lo convierte en una pieza esencial del engranaje que sostiene el modelo macroeconómico y el pago a acreedores externos del Estado. Confirmamos también su posición dentro de los sectores más rentables de la economía argentina.

**Hipótesis 3:** Los cambios en la regulación del ámbito financiero no limitan significativamente la salida de capitales, que sigue presionando sobre las necesidades de capital de la economía argentina, contribuyendo a la continuidad de su dependencia financiera.

Se confirma la hipótesis 3 de las hipótesis complementarias. La salida de capitales de la economía continúa siendo un elemento relevante que condiciona las necesidades de financiación de la economía argentina. La salida de capitales comprende el pago de la deuda pública, la persistencia de la fuga de capitales por parte del sector no financiero y el pago de dividendos.

Afirmamos, entonces, la validez de la primera de nuestras hipótesis, confirmando la centralidad que continúa teniendo el capital financiero en la dinámica económica argentina pese al giro de la regulación en el ámbito de las finanzas. Se confirman las hipótesis complementarias de nuestra tesis, por lo que se confirma nuestra hipótesis principal.

**Hipótesis principal:** El cambio de orientación de la política económica en la post-convertibilidad no ha desplazado al capital financiero de su posición central en la dinámica económica argentina.

## **9.2 Principales conclusiones de la investigación.**

La pregunta central de este trabajo es cual ha sido el papel desempeñado por el capital financiero en este periodo, teniendo en cuenta el giro de la política económica, en general, y de la regulación en el ámbito financiero, en particular. Más concretamente si ha mantenido su centralidad en la dinámica económica. Para responderla ha sido necesario, además de estudiar esta regulación y los límites de su alcance, analizar

algunas variables relacionadas con el posicionamiento que el capital financiero había tenido en el periodo anterior.

En la década anterior, el endeudamiento del Estado habría sido el eje sobre el que pivotaba el proceso de acumulación, captando las divisas necesarias para compensar el déficit comercial, reforzado por una política monetaria de sobrevaluación de la moneda. La política monetaria restrictiva y la misma deuda pública habrían elevado enormemente las rentabilidades del capital financiero internacional y local. Esto la habría convertido en el centro de la lógica especulativa, de la cuál participaba también el sistema financiero local.

En primer lugar, a lo largo de este periodo hemos podido ver que, pese a la nueva gestión y al quiebre de los lazos con el FMI, la deuda siguió siendo prioritaria para la regulación en el ámbito financiero. Si bien su función en la atracción de recursos para el funcionamiento de la economía ha sido desactivada, resulta vital como parte de un engranaje que busca sostener un determinado modelo macroeconómico y la vuelta a los mercados internacionales de capital. Además de condicionar ciertas medidas de política económica, ha conservado su rentabilidad, a través de diferentes mecanismos incorporados en la reestructuración, y ha conservado su posición como una fuente de elevados beneficios para el capital financiero en el corto plazo. Por esta razón, creemos que la deuda mantiene su lugar prioritario en el proceso económico; el pago de sus servicios condiciona las medidas de política económica y el uso de las reservas internacionales. A su vez es un mecanismo que permite la participación del sector financiero en el negocio de los títulos públicos (política de esterilización y mantenimiento de la paridad cambiaria) a través de la sustitución de endeudamiento externo por interno. Los títulos de deuda pública continúan siendo el principal activo financiero por su volumen negociado y por su elevada rentabilidad. Por otra parte, el peso de la deuda, aunque asumible para el Estado, ha influido en el desequilibrio de las cuentas públicas y ha llevado al endeudamiento interno con las administraciones públicas. Se ha optado por un incremento de la deuda intra- Estado en lugar de una reforma tributaria a través de la cuál obtener recursos de forma “genuina”. La deuda pública, capital ficticio privilegiado, conserva su entidad como característica de la inserción al sistema financiero internacional de la Argentina.

En segundo lugar, hemos analizado la rentabilidad como otra de las variables para determinar el papel que el capital financiero ha jugado en la dinámica económica, relacionado con el endeudamiento público pero también con las actividades del ámbito financiero de la economía y con los dividendos del sector no financiero nacional y extranjero. Tanto la elevada rentabilidad del sector financiero como la elevada rentabilidad de la deuda pública y la evolución de los dividendos constituyen evidencias de que el capital financiero mantiene su posición central. En el caso del sector financiero su rentabilidad se ha sostenido, a través de los mecanismos de indexación de deuda, de la diferencia entre tipos de interés activo y pasivo, especialmente de los créditos al consumo (donde las tasas son más elevadas), y de los servicios cobrados por las entidades financieras. Pese a haber existido un retroceso del capital extranjero en la estructura de propiedad del sector financiero, las entidades financieras extranjeras son las que han conservado la rentabilidad más elevada dentro del sector (orientadas ma-

yoritariamente hacia la financiación a personas físicas y al crédito al consumo mediante tarjetas de crédito). Los mecanismos de la reestructuración de la deuda pública han conservado la rentabilidad que reciben sus acreedores a través de la capitalización de intereses, el ajuste por el CER y el pago del cupón ligado al PIB. Los dividendos pagados por las empresas han presentado niveles que superan ampliamente los existentes en el periodo anterior, con especial incidencia de enviados al exterior.

En tercer lugar, la principal conclusión a la que hemos llegado respecto al sistema financiero es que su actividad se ha orientado al consumo más que a la industria. Los inversores institucionales han seguido financiando al sector público. La banca, por su lado, ha financiado al Estado de forma indirecta, comprando letras y notas del BCRA, principal financiador interno del Tesoro. Ésto le ha valido para nutrirse de las elevadas rentabilidades de los títulos de esta entidad. Previamente se habría beneficiado de las rentas provenientes de los títulos del canje y del rescate financiero, especialmente del el ajuste por CER. Éste fue un privilegio que no tuvieron los salarios en la salida de la crisis. Por otro lado, la financiación al Banco Central ha permitido la sostenibilidad del pago a los acreedores internacionales, acreedores que han obtenido generosas rentas financieras a través del pago del cupón ligado al PIB y la capitalización de intereses. La orientación de la actividad de la banca hacia el crédito a personas físicas y a la tenencia de títulos públicos es uno de los rasgos que ha adquirido en el entorno mundial de expansión de las finanzas (descrito en el capítulo 1), razón por la cual es plausible utilizar esta característica de su comportamiento como uno de los síntomas de la centralidad del capital financiero en la economía argentina.

En cuarto lugar, la fuga de capitales, uno de los mecanismos que daban lugar a la valorización del capital financiero en la década pasada, volvió a manifestar su carácter estructural en el momento en que las limitaciones del modelo de crecimiento se hicieron visibles. Su cálculo a través del stock de activos en el exterior por parte del sector no financiero, le otorga a este sector el protagonismo en este sentido. Su comportamiento, a través de sus tenencias externas en activos de corto plazo y de la autofinanciación, contribuye a las tendencias que aumentan el protagonismo del capital financiero. El giro de dividendos, el pago de las obligaciones del Estado, la conformación del stock de activos por parte del sector no financiero y las importaciones del sector productivo conforman la lista de demandantes de divisas. Las necesidades de moneda extranjera han sido cubiertas, en buena parte de nuestro periodo de estudio, por el comercio exterior, gracias a la situación del contexto internacional favorable a los productos argentinos de exportación y a la política del Banco Central, que ha conservado la competitividad internacional de la moneda. Como mencionamos en el capítulo 1, los aspectos que giran en torno a los flujos internacionales de capital influyen en el papel de las finanzas y en la posición del país como dependiente dentro del panorama internacional.

Ahora, ¿cómo enlazamos las conclusiones parciales de cada capítulo de este trabajo con las relaciones que hemos podido ver en el último capítulo? El discurso productivista del gobierno se ha basado en datos que lo corroboran, pero sólo si se contemplan en la parcialidad. A lo largo de nuestro periodo de estudio, la industria avanzó con respecto a sus niveles de participación en el producto, en relación a la década

precedente. A su vez a partir de 2004 se revierte la tendencia, aunque ligeramente. Por su parte la intermediación financiera sigue el camino inverso, pero en el momento de crecer lo hace más intensamente. Este comportamiento es coherente con lo que hemos analizado en el capítulo 5 respecto al vínculo endeble entre el sector financiero y el aparato productivo. Y también es coherente con la idea de que la esfera de circulación y de producción poseen comportamientos inversos; si las expectativas bajan en el ámbito de la producción las inversiones encuentran refugio en el ámbito especulativo.

Este comportamiento del capital financiero es contemporáneo al crecimiento de la inversión, tanto impulsada por la construcción, cuyo crecimiento es muy elevado al comienzo del periodo, como por la compra de maquinarias. Pese a la presencia de un tipo de interés real negativo, la inversión ha sido autofinanciada, en buena medida (aunque la deuda externa privada aumenta, se trata, en su mayoría, de financiación a las compras externas), y su componente importado ha sido muy significativo. Más del 50 % de la inversión ha sido dedicada a la construcción, y el componente importado de las inversiones (compra de maquinaria) ha sido creciente y mayoritario. El crecimiento de la inversión ha tenido un impacto en el ámbito productivo menor del que pudiera haber tenido. No obstante, este crecimiento impactó, sin dudas, en el incremento del empleo, lo que mejoró la distribución en el ingreso y llevó a un aumento de la masa salarial en el ingreso. El capital financiero se incorpora en este esquema como financiador del consumo, no obtiene toda su renta de la punción de las ganancias generadas en el sector productivo, sino también de los salarios, por lo que no es “necesaria” la ampliación de la masa de beneficios para la obtención de sus elevadas rentas. A su vez el endeudamiento de los individuos permite que los salarios soporten la presión de la inflación, además de mantenerse competitivos a nivel internacional. También impacta en el sector no financiero con efectos en la demanda, puesto que coadyuva a mantener el nivel de consumo, aunque aminorados por los niveles de importación.

El análisis del papel de la deuda, que hemos mencionado al comienzo, se incorpora como elemento de presión sobre las necesidades de financiación externas, que se nutren vía comercio exterior. Es un indicador de la posición privilegiada que tienen los acreedores externos, en contraposición de destinos alternativos que podrían tener esos recursos. Es otra de las vías a través de las cuales el capital financiero ha obtenido sus elevadas rentas. Mediante la presión sobre el ingreso de moneda extranjera, la deuda externa se convierte en uno de los elementos que benefician una determinada inserción internacional, porque depende de ella. Es decir, depende de la venta de productos primarios y de productos industriales relacionados con estos. Por otra parte, el pago de los servicios de la deuda externa reestructurada ha implicado el aumento del endeudamiento interno, el cual no hubiera sido posible sin la complicidad del sector financiero. La compra de los títulos de la entidad financiera central ha llevado a incrementar la rentabilidad del sector financiero, pero también a que se dependa de su participación en este engranaje. Sin su participación como comprador de estos títulos no se podría llevar a cabo el pago de los servicios de la deuda ni la intervención que conserva la paridad cambiaria en niveles competitivos (política que sostiene el mejor desempeño del sector productivo que en la década anterior, con cierto crecimiento de

la industria y de la inversión). Este es el destino que se le ha dado a la acumulación de reservas, resultado de las favorables condiciones internacionales y de la política económica de este periodo: el pago de la deuda pública y la intervención que sostiene al modelo macroeconómico. Las reservas internacionales han tenido estos dos destinos en la mayor parte del periodo, aunque hacia el final, como desvelan las medidas que intentan conservar su nivel, también han permitido la fuga de capitales. La decisión de mantener el nivel de reservas internacionales ha impactado en los niveles de rentabilidad y en el aumento de emisión de los títulos del Banco Central, contribuyendo a la ampliación de los mercados financieros.

El pago de la deuda reestructurada, además, intenta volver a abrir la puerta a la financiación internacional. Esta financiación será imprescindible en caso de que los precios de las materias primas bajen o , como ya ha sucedido, en caso de que la presión de las importaciones lleve al déficit comercial. Si bien ante esta situación, se pudo recurrir a las medidas de control sobre el mercado de moneda extranjera que aliviaron el problema, estas medidas no tienen la profundidad como para generar un cambio en la industria argentina que resuelva sus limitaciones estructurales. Por otro lado, los controles al mercado de moneda extranjera han sido implementados de forma tardía, teniendo en cuenta que la fuga de capitales cobró impulso hacia 2007 y estas medidas fueron implementadas hacia finales de 2011. Así mismo, no acabaron de forma definitiva con ciertos mecanismos que continúan permeabilizando la salida de capitales.

Supuestamente el fin de la convertibilidad habría implicado la erradicación de parte de las necesidades de financiación internacional del Estado. Sin embargo esta necesidad sigue existiendo en la medida en que se hace necesaria la acumulación de reservas para conservar la paridad competitiva. Es decir, la política monetaria continúa siendo una de los componentes que presionan el ingreso de capitales extranjeros pero, como ya hemos comentado, en este periodo el papel de proveedor lo desempeñan los exportadores, no la deuda pública.

El Estado ha actuado como némesis del capital financiero, pero también como su benefactor, tal como se ha podido comprobar en la batería de medidas de regulación ya analizadas. La diferencia fundamental con el periodo anterior es su papel interventor. Este papel se ha centrado especialmente en una política de tipo de cambio competitivo, como mecanismo de reactivación del aparato productivo, y en políticas sociales que solventaron parcialmente los efectos iniciales de la crisis y pusieron parches a la escasa intención del modelo de revertir la desigualdad social, dada la importancia de mantener bajos los costes salariales a nivel internacional. La relación entre el Estado y el capital financiero puede describirse como una condicionalidad mutua. Por un lado, el Estado necesita un rol del capital financiero como el que actualmente desempeña para mantener el esquema de tipo de cambio competitivo y, por ello, establece las condiciones para que lo siga desempeñando. A su vez, el capital financiero tiene influencia sobre el Estado, la que se ha demostrado a través de medidas como el rescate financiero, las características ventajosas de la reestructuración y la ausencia de una reforma financiera.

La crisis argentina, que tuvo su punto álgido en diciembre de 2001, llevó a un giro

en las decisiones de política económica entre los años 2002 y 2012. Si bien las medidas que formaron parte del rescate financiero fueron manifestación de la influencia que mantuvo el capital financiero al final de la crisis, y marcaron el inicio de la recuperación del sector financiero; la devaluación pareció terminar con sus ventajas inclinando la balanza hacia el sector productivo, mediante la mejora de los precios relativos de los bienes transables. Permitió la sustitución temporal de importaciones y sirvió de palanca de la competitividad. Sin embargo, el mantenimiento del tipo de cambio alto, con el tiempo, implicó una intervención que resultó muy rentable para el sector financiero. La reestructuración de la deuda pareció afectar a los acreedores internacionales con su quita, pero como hemos visto, la implementación de los mecanismos de ajuste por el CER, la capitalización de intereses y el cupón ligado al crecimiento mantuvieron sus ganancias financieras, conservando el elevado peso sobre las cuentas públicas y sosteniendo su pago mediante el endeudamiento interno. Las medidas tomadas a partir de 2007 han intentado mantener el engranaje del modelo macroeconómico de dólar “caro”, que permite el pago de acreedores externos y las rentabilidades del sector financiero. Las medidas de control del mercado de divisas parecen ser las únicas que han mantenido bajo cierto control la salida de capitales, sin eliminarla en su totalidad. Por otro lado, presentan cierto carácter coyuntural al ser instrumentadas como autorizaciones del Banco Central, no como reformas mediante la aplicación de regulaciones directas al capital extranjero.

Si bien el cambio de orientación de la regulación no ha sido rupturista, ha representado un cambio en cuanto a ciertas tendencias, ausentes en el periodo anterior. El mayor margen de intervención del Estado, las elevadas tasas de crecimiento, el signo heterodoxo de algunas medidas, el superávit de las cuentas externas y de las cuentas públicas (en buena parte del periodo) confirman la existencia de este giro.

Sin embargo, como hemos visto a lo largo de este trabajo, el alcance de este giro sobre la posición del capital financiero en la dinámica económica ha sido limitado. Se han producido ciertos cambios, como el avance del sector público y el retroceso del capital extranjero en la banca, así como el cambio de canales a través de los cuales el capital financiero obtiene sus rentas, asociado a los dividendos y al crédito al consumo. Por otro lado, la deuda deja de ser el mecanismo de atracción de capitales extranjeros. Pero, pese a los cambios que se producen, el capital financiero se adapta y consigue conservar su centralidad.

Por otro lado, de la evidencia que hemos podido recabar a lo largo de este trabajo, se corrobora que la estructura productiva condiciona la posición que el capital financiero tiene en la economía, de donde provienen sus rentas, y el vínculo que existe con el resto de los componentes del sistema económico. En el caso argentino, la dependencia del capital financiero internacional está relacionada con las distorsiones en el tejido productivo, la falta de integración de las actividades industriales y la falta ciertas ramas en su matriz productiva. También contribuyen a esta dependencia el elevado componente extranjero en la estructura de propiedad empresarial y la fuga de capital del sector no financiero. Las políticas económicas han demostrado tener poca profundidad para superar estas contradicciones. A su vez, el capital financiero tiene sus efectos en la continuidad de un determinado funcionamiento del proceso de acu-

mulación, fomentando el sostenimiento del modelo actual mediante la financiación de la deuda del Banco Central que permite el manejo de la política monetaria y el pago de la deuda pública reestructurada. La orientación hacia la financiación del consumo, contribuye a sobrellevar los problemas de la inflación y del mantenimiento de la mano de obra barata a nivel internacional. Pero a la vez que permite la continuidad de este funcionamiento, acentúa sus contradicciones; por un lado, mediante el endeudamiento creciente del entramado de instituciones públicas (como comprador de esta deuda) y, por el otro, mediante el insuficiente flujo de financiación al sector productivo, que contribuye al desvío de la actividad del sector financiero. Por último, contribuye a fomentar una determinada inserción internacional debido al papel jugado por el capital financiero internacional (dependencia financiera).

La actuación del capital financiero responde a una determinada estructura productiva, donde las debilidades de esta estructura poseen un potencial desestabilizador: el estrangulamiento del sector externo. Este podría llevar a la necesidad de entrada de capitales internacionales, principalmente, a través del endeudamiento del Estado. Pero no solo por la dependencia tecnológica y la necesidad de importaciones, sino también por la tendencia a la fuga de capitales del sector no financiero y la salida de dividendos. La falta de soluciones a la dependencia tecnológica puede afectar, a su vez, a las rentabilidades del sector productivo, especialmente si se devalúa aún más la moneda para compensar la pérdida de competitividad real que implica la inflación, por el efecto que esto podría tener en el precio de los componentes importados. Esto terminaría repercutiendo en un atractivo mayor del ámbito de la circulación.

La convulsa situación en la que se encontraba la sociedad hacia comienzos de siglo pudo haber desencadenado un cambio de mucha más entidad que el que tuvo lugar en ese momento en Argentina. La movilización social no logró canalizarse en un proyecto que emergiera como alternativa a la propuesta “productivista” de una parte de la fracción de la clase dominante.

No obstante, como ya mencionamos hay una mejora de las condiciones de la clase trabajadora, y se ponen ciertos parches a la situación del sector menos beneficiado de la sociedad. Estas mejoras parecen grandes avances en comparación a la total marginalidad de la que son objeto en la década de 1990.

Dentro de los cambios que se producen en el seno de las finanzas, el avance de la banca pública es uno de los elementos que podría haber marcado la diferencia. El crédito público podría haber fluido mucho más significativamente a las empresas no financieras o hacia proyectos públicos que incluyeran los ámbitos de la educación y la salud. La financiación al sector privado podría haberse establecido con condiciones de devolución y tipo de interés que variaran de acuerdo a las condiciones del prestatario. Esta financiación podría haber fluido masivamente hacia la inversión en el largo plazo y a gran escala. El fortalecimiento del crédito al sector productivo selectivo podría haberse convertido en una de las vías para diversificar la estructura productiva, para el desarrollo de aquellas ramas ausentes en la matriz productiva, contribuyendo a solventar la restricción que supone la dependencia tecnológica. Esto hubiera significado contribuir realmente a un proyecto productivo, que redujera la dependencia de la entrada de capitales extranjeros. Este tipo de actuación debería combinarse con

otros ámbitos de intervención del Estado para que pudiera tener el efecto esperado, como por ejemplo, políticas industriales y de diversificación de la inserción internacional. Así como otras relacionadas con la problemática que representa la existencia de un elevado componente extranjero en la estructura de propiedad de las empresas, que acentúa las importaciones de bienes de capital e insumos. Ejemplos de estas medidas podrían ser la regulación más estricta con respecto al monto de dividendos que pueden sacarse de la economía o el compromiso, por parte del empresariado extranjero, de la compra de cierto porcentaje de la producción nacional. El caso de la salida y entrada de capitales parece ser un ámbito de difícil regulación dado el contexto de internacionalización de la economía a escala mundial.

En el ámbito de la deuda pública se hace imprescindible una reforma tributaria que genere recursos genuinos para el pago de las obligaciones y para la financiación pública, al igual que una auditoría de deuda para determinar una quita justa y significativa.

Estos elementos constituyen pasos mínimos en el terreno de la política económica que podrían emprenderse para la formación de un proyecto de desarrollo del país relacionado con la industrialización y la mejora de los términos de dependencia financiera. Pero existen otras medidas más “ambiciosas”, en este sentido, como la nacionalización total de la banca para sentar las bases de una transformación más amplia de la economía, que integre los intereses de la mayoría de la sociedad. Esta nacionalización podría haberse realizado en el momento de la salida de la crisis, en lugar del rescate financiero, y podría haberse convertido en una herramienta de regulación desde las finanzas hacia el resto de la economía.

También estuvieron ausentes dentro de las medidas tomadas a la salida de la crisis, pese a tener como enemigo principal al capital financiero, tasas impositivas que gravaran las transacciones financieras en general, si bien se tomaron algunas medidas tímidas, mencionadas a lo largo del trabajo, entre ellas el control de la entrada de capitales en el corto plazo una vez realizada la reestructuración de la deuda pública. La orientación de la producción hacia las necesidades de toda la sociedad, implicaría una total nacionalización de la banca, donde las decisiones de financiación contribuyeran a superar las contradicciones del estrangulamiento externo. Pero esta nacionalización por sí sola tendría también sus límites de alcance, puesto que como se ha mencionado, la existencia del capital financiero agrava las contradicciones en el sistema capitalista, lo que tarde o temprano terminaría en resultados similares. Pese a la regulación o la existencia de una financiación selectiva que promoviera un sistema productivo integrado, los límites se alcanzarían si esto implicara seguir funcionando bajo la misma lógica capitalista. La orientación de un sistema económico al servicio de la vida digna de todos los seres humanos, sobrepasa las medidas que puedan tomarse dentro de las fronteras de cualquier espacio económico y, por lo tanto, creemos que ninguna recomendación de política económica orientada a un solo país puede resolver, en el largo plazo, los problemas económicos que se presentan en él. Sólo un cambio de sistema económico podría hacerlo.

Por último, consideramos que del análisis realizado en este trabajo se desprenden posibles investigaciones, como por ejemplo, estudios sobre el comportamiento de las empresas argentinas en este periodo, con el fin de determinar su orientación hacia



actividades financieras, así como las implicaciones que este comportamiento pudiera tener en términos de la generación de empleo en el país. También sería relevante encarar el análisis del vínculo existente entre los capitales del sector agropecuario (agroindustria, *pools* de siembra, etc.) y los movimientos de los mercados de las *commodities*. Qué inversiones tienen las empresas agropecuarias argentinas en el ámbito financiero, qué instrumentos utilizan mayoritariamente, cuál es el nivel de ganancias que representan las rentas obtenidas a través de estas actividades, y qué implicaciones tienen en el mercado internacional y en la propia actividad primaria, son algunas de las preguntas que se podrían contestar a través de una investigación que tratara de este vínculo.

Las medidas de política económica no han significado una ruptura respecto a las aplicadas en la década de 1990. No se ha producido un cambio en el proceso económico en el que se haya desplazado al capital financiero de la posición que tenía en el periodo de la “valorización financiera”. Sin embargo se han producido ciertos cambios en su comportamiento relacionados con los canales a través de los cuales obtiene sus ganancias, un cambio parcial en la función de la deuda pública y ciertas modificaciones en la estructura de propiedad del sector financiero. El cambio más significativo en este periodo ha sido la convivencia de la centralidad del capital financiero con tasas relativamente elevadas de inversión y con un tipo de interés real negativo. Esta convivencia se ha producido en medio de elevadas rentabilidades provenientes de la deuda pública y la deuda del BCRA, los intereses de la financiación a personas físicas (que despunta en la composición de los créditos) y el pago de elevados dividendos. Los mecanismos que sostienen la centralidad de la deuda se han mantenido en este periodo: la deuda pública como centro de la actividad especulativa, la débil conexión entre sector financiero y el ámbito productivo, y la fuga de capitales como condicionante de las necesidades de financiación de la economía.

De este modo, la investigación ha revelado como el capital financiero ha conseguido mantener, a través de estos mecanismos, su posición central en la dinámica económica argentina en el periodo 2002-2012. Hemos podido contrastar que pese a las existencia de algunos elementos que diferenciaron esta década de la anterior, el proceso de acumulación continua gravitando sobre el capital financiero.

## **Anexo estadístico**

---

Cuadro 1: Balances de 500 grandes empresas, 1993-2012

Componentes	Valor agregado y utilidad antes del pago del impuesto a las ganancias										Valor agregado y utilidad antes del pago del impuesto a las ganancias									
	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Millones de pesos																				
Valor de producción	74.337,1	84.115,8	85.085,9	91.717,0	99.383,2	101.756,2	97.645,7	104.085,8	96.693,5	165.749,9	204.764,2	252.293,7	301.657,8	366.568,1	458.800,0	559.576,0	580.019,0	770.907,3	999.537,7	1.171.160
Consumo intermedio	43.814,0	49.982,8	49.907,6	53.886,6	57.879,9	59.120,4	55.902,0	59.513,2	55.017,7	92.571,2	118.459,0	149.436,6	180.567,6	219.746,0	281.764,3	344.854,2	349.582,5	466.680,1	612.386,3	
Valor agregado bruto	30.522,9	34.132,2	35.178,1	37.830,4	41.503,2	42.635,9	41.743,7	44.572,5	41.675,8	73.178,5	86.305,2	102.857,1	121.090,1	146.822,1	177.035,7	214.721,9	230.436,5	304.227,0	387.151,5	
menos:																				
Amortizaciones	3.917,6	4.603,4	5.367,0	5.874,7	6.415,6	6.901,3	7.286,0	7.647,9	8.183,9	13.063,6	18.091,8	17.502,5	18.053,8	19.461,4	21.486,9	23.881,5	25.593,9	27.764,6	31.031,7	
Valor agregado neto	26.605,3	29.528,6	29.811,1	31.955,8	35.087,6	35.734,4	34.457,7	36.924,5	33.491,8	60.114,9	68.213,4	85.354,7	103.036,1	127.360,7	155.548,8	190.840,4	204.842,6	276.462,5	356.119,6	
menos:																				
Salarios	10.655,3	11.169,4	11.083,4	11.129,3	11.461,1	12.037,3	12.144,1	12.039,2	11.603,1	11.805,8	13.765,3	16.259,4	20.216,3	26.051,3	33.978,8	46.274,8	55.252,6	72.785,4	101.465,2	
Contribuciones	3.450,1	3.058,3	2.914,1	2.550,9	2.532,9	2.547,5	2.391,4	2.256,7	2.135,0	2.267,1	2.670,9	3.253,9	4.072,2	5.421,7	7.011,7	9.688,0	12.131,6	15.863,9	22.222,9	
Indemnizaciones	1.170,1	811,1	737,4	825,1	917,1	812,1	957,3	784,7	801,8	936,0	736,6	630,3	743,6	946,0	1.251,2	1.360,7	1.822,8	2.175,6	3.304,5	
Impuestos sobre	5.995,5	6.482,9	6.203,0	6.774,4	8.447,0	8.682,4	8.785,0	9.464,9	9.364,3	15.904,3	22.609,4	24.192,9	28.785,3	33.391,5	42.959,1	63.560,2	65.773,1	85.415,1	104.379,9	
más:																				
Subsidios corrientes	1.608,3	1.307,0	1.315,1	904,5	707,8	679,0	778,0	862,4	1.175,9	1.985,5	1.958,6	2.377,6	2.971,1	3.839,3	5.251,3	7.969,0	14.896,9	17.840,9	17.345,3	
más:																				
Intereses y rentas	1.341,2	1.484,7	1.504,2	1.532,1	1.948,3	1.569,4	1.405,8	1.500,3	1.256,9	3.670,4	2.226,1	2.166,3	2.886,5	3.539,5	5.050,1	5.233,2	7.195,3	6.017,8	8.229,5	11.326
menos:																				
Intereses y rentas	2.422,9	2.701,8	4.054,8	4.216,3	4.385,3	5.035,9	6.109,7	7.160,1	6.664,2	14.515,0	13.272,8	13.140,5	13.937,7	15.226,8	17.356,4	18.578,6	19.721,6	23.395,0	30.135,6	36.394
Utilidad	5.860,5	8.097,7	7.638,1	8.896,3	10.000,5	8.867,6	6.254,1	7.581,6	5.356,3	20.342,7	19.350,8	32.421,7	40.838,6	53.702,0	63.293,7	63.942,3	72.425,0	101.401,2	116.816,6	124.088

Fuente: INDEC, ENGE.

## Cuadro 2: Reservas internacionales del Banco Central, 2002-2012

RESERVAS INTERNACIONALES DEL B.C.R.A. en millones de dólares Oro, divisas, colocaciones a plazo y otros			
Año			
2002	Ene.	US\$	14.069
	Feb.	US\$	13.883
	Mar.	US\$	12.780
	Abr.	US\$	12.171
	May.	US\$	10.185
	Jun.	US\$	9.629
	Jul.	US\$	8.986
	Ago.	US\$	9.102
	Set.	US\$	9.404
	Oct.	US\$	9.883
	Nov.	US\$	10.022
	Dic.	US\$	10.476
2003	Ene.	US\$	9.326
	Feb.	US\$	10.289
	Mar.	US\$	10.517
	Abr.	US\$	10.971
	May.	US\$	11.374
	Jun.	US\$	12.183
	Jul.	US\$	13.484
	Ago.	US\$	13.584
	Set.	US\$	13.406
	Oct.	US\$	12.902
	Nov.	US\$	13.483
	Dic.	US\$	14.119
2004	Ene.	US\$	14.920
	Feb.	US\$	15.003
	Mar.	US\$	15.003
	Abr.	US\$	15.763
	May.	US\$	16.705
	Jun.	US\$	17.443
	Jul.	US\$	18.068
	Ago.	US\$	18.076
	Set.	US\$	18.224
	Oct.	US\$	18.587
	Nov.	US\$	18.944
	Dic.	US\$	19.646
2005	Ene.	US\$	20.137
	Feb.	US\$	20.792
	Mar.	US\$	20.339
	Abr.	US\$	20.904
	May.	US\$	22.103
	Jun.	US\$	23.052
	Jul.	US\$	25.105
	Ago.	US\$	25.252
	Set.	US\$	25.614
	Oct.	US\$	26.548
	Nov.	US\$	26.525
	Dic.	US\$	28.077
2006	Ene.	US\$	19.689
	Feb.	US\$	20.532
	Mar.	US\$	21.549
	Abr.	US\$	22.400
	May.	US\$	24.162
	Jun.	US\$	25.490
	Jul.	US\$	26.223
	Ago.	US\$	27.397
	Set.	US\$	28.048
	Oct.	US\$	29.082
	Nov.	US\$	30.328
	Dic.	US\$	32.037
2007	Ene.	US\$	33.739
	Feb.	US\$	34.936
	Mar.	US\$	36.849
	Abr.	US\$	38.606
	May.	US\$	40.581
	Jun.	US\$	43.157
	Jul.	US\$	44.202
	Ago.	US\$	43.160
	Set.	US\$	42.891
	Oct.	US\$	43.000
	Nov.	US\$	44.860
	Dic.	US\$	46.176

RESERVAS INTERNACIONALES DEL B.C.R.A. en millones de dólares Oro, divisas, colocaciones a plazo y otros			
Año			
2008	Ene.	US\$	47.660
	Feb.	US\$	49.261
	Mar.	US\$	50.464
	Abr.	US\$	50.247
	May.	US\$	48.588
	Jun.	US\$	47.516
	Jul.	US\$	47.545
	Ago.	US\$	47.090
	Set.	US\$	47.121
	Oct.	US\$	44.941
	Nov.	US\$	46.072
	Dic.	US\$	46.386
2009	Ene.	US\$	47.009
	Feb.	US\$	47.025
	Mar.	US\$	46.509
	Abr.	US\$	46.368
	May.	US\$	46.545
	Jun.	US\$	46.026
	Jul.	US\$	46.047
	Ago.	US\$	45.021
	Set.	US\$	45.348
	Oct.	US\$	46.277
	Nov.	US\$	47.072
	Dic.	US\$	47.967
2010	Ene.	US\$	48.129
	Feb.	US\$	47.758
	Mar.	US\$	47.460
	Abr.	US\$	48.067
	May.	US\$	49.000
	Jun.	US\$	49.240
	Jul.	US\$	51.073
	Ago.	US\$	50.348
	Set.	US\$	51.125
	Oct.	US\$	51.918
	Nov.	US\$	51.896
	Dic.	US\$	52.145
2011	Ene.	US\$	52.618
	Feb.	US\$	52.318
	Mar.	US\$	51.298
	Abr.	US\$	52.011
	May.	US\$	52.060
	Jun.	US\$	51.695
	Jul.	US\$	51.923
	Ago.	US\$	49.990
	Set.	US\$	48.590
	Oct.	US\$	47.523
	Nov.	US\$	46.062
	Dic.	US\$	46.376
2012	Ene.	US\$	46.594
	Feb.	US\$	46.668
	Mar.	US\$	47.291
	Abr.	US\$	47.844
	May.	US\$	46.978
	Jun.	US\$	46.348
	Jul.	US\$	46.818
	Ago.	US\$	45.152
	Set.	US\$	45.010
	Oct.	US\$	45.274
	Nov.	US\$	45.238
	Dic.	US\$	43.290

Fuente: BCRA.

**Cuadro 3: Indicadores de sostenibilidad de la Deuda Pública**

INDICADORES		2000	2001	2002	2003	2004	2005 (*)	2006 (*)	2007 (*)	2008 (*)	2009 (*)	2010 (*)	2011 (*)
COMO % DEL PBI	Deuda Bruta del Sector Público Nacional	45,7%	53,7%	166,4%	138,7%	127,3%	73,9%	64,0%	56,1%	48,8%	48,8%	45,3%	41,8%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	28,6%	31,5%	95,3%	79,2%	74,3%	34,8%	26,3%	24,1%	18,6%	18,2%	16,9%	14,2%
	Intereses Totales Pagados	3,4%	3,8%	(**)	(**)	(**)	1,9%	1,8%	2,0%	1,7%	2,1%	1,5%	1,9%
	Servicios Totales Pagados	11,4%	15,3%	(**)	(**)	(**)	11,9%	10,5%	10,2%	8,1%	9,9%	9,3%	9,6%
COMO % DE DEUDA BRUTA	Deuda en moneda extranjera	94,3%	96,9%	79,1%	75,8%	75,6%	51,4%	52,1%	52,8%	52,5%	54,1%	58,8%	60,1%
	Deuda Ajustable por CER	-	-	19,2%	21,8%	21,0%	41,5%	41,3%	39,3%	36,6%	25,4%	23,2%	20,7%
	Intereses Totales Pagados	7,4%	7,1%	(**)	(**)	(**)	2,6%	2,8%	3,6%	3,5%	4,4%	3,4%	4,6%
	Deuda con Tasa Variable	37,6%	32,1%	34,8%	31,9%	30,5%	35,7%	34,7%	26,4%	27,0%	29,2%	30,9%	33,7%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	62,7%	58,6%	57,3%	57,1%	58,4%	47,1%	41,1%	42,9%	38,2%	37,4%	37,2%	33,9%
	Servicios de Capital - Vencimientos a 2 años	27,9%	29,0%	26,1%	23,0%	22,4%	26,6%	19,1%	20,1%	22,4%	21,4%	20,9%	20,4%
Como % de Reservas		433,1%	706,4%	1154,8%	959,6%	736,2%	236,8%	222,2%	165,4%	165,3%	165,8%	185,2%	231,9%
Deuda Externa del Sector Público Nacional		288,0%	427,3%	836,2%	722,5%	568,2%	217,0%	175,6%	134,6%	120,2%	114,7%	117,3%	130,6%
Como % de Exportacione	Deuda en moneda extranjera	391,3%	448,5%	415,1%	393,4%	362,8%	141,4%	130,4%	115,1%	93,4%	119,2%	118,4%	109,2%
	Deuda Externa del Sector Público Nacional	260,2%	271,3%	300,6%	296,2%	280,0%	129,6%	103,1%	93,7%	67,9%	82,5%	75,0%	61,5%
Como % de los Recursos	Intereses Totales Pagados	19,2%	21,9%	(**)	(**)	(**)	8,5%	7,6%	8,1%	6,6%	8,0%	5,4%	6,6%
	Servicios Totales Pagados	64,7%	88,3%	(**)	(**)	(**)	52,2%	44,9%	40,8%	31,1%	37,0%	32,7%	32,6%

(\*) Cálculo no incluye a la deuda no presentada al canje.

(\*\*) Proceso de reestructuración de la deuda instrumentada en títulos públicos.

Fuente: Secretaría de Finanzas - Ministerio de Economía.

Cuadro 4: Operaciones de gobierno (clasificación económica), en moneda nacional a precios corrientes, 1990-2012

Cuentas anuales de las Operaciones del gobierno																								
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingreso total y donaciones	7159.3	20192.0	27832.6	38338.3	39006.5	37814.8	35882.0	40942.8	41226.0	39866.7	43185.0	38381.7	44265.0	60531.7	73809.0	88776.6	112567.5	147464.9	200058.8	248485.3	337154.0	401334.6	564444.7	715929.1
Ingresos corrientes	7159.3	20192.0	27832.6	35969.0	36187.6	34862.0	40204.8	40204.8	41226.0	39866.7	43185.0	38381.7	44265.0	60531.7	73809.0	88776.6	112567.5	147464.9	200058.8	248485.3	337154.0	401334.6	564444.7	715929.1
Ingresos tributarios	6455.9	18293.4	25743.1	32672.2	35074.4	33382.0	36746.2	36746.2	37432.1	33351.0	36784.5	34722.9	37824.2	54049.4	68728.7	84180.2	104848.0	139720.3	191700.9	238081.9	285459.9	373082.2	463150.0	594049.4
Ingresos no tributarios	703.4	2162.6	2089.5	2865.8	3357.0	2805.6	2612.8	3457.8	3472.7	3508.5	6399.8	6266.3	12288.4	3700.0	7002.9	13917.3	16488.8	7002.9	11226.4	20138.1	38504.9	31638.3	38767.6	46150.0
Ingresos de capital	0.0	0.0	0.0	2869.5	742.1	1627.2	400.0	738.8	311.1	288.2	421.0	358.3	189.4	186.0	660.3	1107.0	1195.6	741.7	927.8	2275.4	2006.1	2614.1	3722.6	4615.0
Donaciones externas	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Gasto total y préstamo neto	7453.6	20196.2	26564.8	37883.1	41220.3	42676.9	43161.7	45155.5	46482.6	48889.0	49238.1	49118.4	46189.8	59703.0	64275.3	86883.2	105892.9	142421.1	193974.1	246944.1	324034.2	450648.2	555860.7	715929.1
Gastos corrientes	6945.1	20121.9	26446.3	34131.0	37903.3	39173.6	39724.5	41238.0	42520.2	44932.2	46250.0	46667.4	43986.5	56634.9	57671.2	76041.0	86590.6	124394.2	167747.7	218940.3	284781.7	395169.4	466091.7	637441.1
Sueldos y salarios	3710.7	5121.3	5358.3	5700.1	6552.1	7156.4	7305.5	6948.5	6772.5	7143.2	7202.2	6523.2	6102.7	7419.3	7786.0	9386.1	11614.9	14900.3	15683.2	20333.7	36775.2	47978.9	63744.1	81741.1
Compras de bienes y servicios	502.4	1589.4	1743.4	2169.1	2498.8	2338.7	2454.3	2556.5	2309.4	2018.8	2018.8	2019.3	2115.5	2382.1	3179.5	4257.8	4511.4	5908.3	7536.8	10694.2	14621.2	19203.7	22498.6	28488.6
Pagos de intereses	615.9	2240.2	2621.8	2569.8	3192.0	4224.5	4158.1	5653.0	6639.7	8160.4	9645.2	10786.3	6575.0	6980.6	5702.2	10207.4	11273.8	17176.4	21582.7	25936.3	23551.7	41187.9	47489.6	56489.6
Subsidios y transferencias corrientes	4116.1	11171.0	16722.8	23079.6	25598.1	26275.4	26082.3	26137.6	26569.2	27025.0	27042.8	26640.0	29118.0	39844.0	40789.3	50826.2	60436.7	86376.1	120926.8	152599.9	209804.9	286963.7	362891.4	451501.4
Otros gastos corrientes	0.0	0.0	0.0	12.3	7.9	18.6	59.9	24.6	7.3	294.2	321.1	698.6	5.3	9.0	12.3	134.4	853.8	24.0	18.2	16.7	28.8	34.1	38.0	42.0
Gasto de capital	508.5	74.3	118.5	355.2	331.7	350.3	389.2	391.4	394.4	3656.8	2888.1	2449.0	2203.3	3008.1	6604.2	10798.3	17202.3	18026.9	23226.4	30973.3	44352.4	55178.8	59169.0	71592.9
Adquisición de activos de capital fijo	166.1	378.0	525.9	915.2	1032.5	634.3	634.0	742.6	854.8	512.7	423.6	301.2	377.2	799.8	1666.7	2844.9	5125.4	6673.1	9088.1	10065.8	11561.6	13937.3	15651.5	18487.8
Transferencias de capital	171.4	148.7	299.5	1891.5	2021.1	2710.2	2398.4	2989.9	2956.4	2325.8	2528.8	2107.2	1776.7	2220.0	3171.1	6624.1	9495.2	9374.2	12665.5	19731.3	31252.8	33801.5	42897.8	52011.2
Otros gastos de capital	171.0	-45.2	-706.9	725.4	263.4	158.8	259.8	185.0	12.2	818.3	35.7	40.6	49.4	48.3	1766.4	1329.2	2281.7	1979.6	921.8	1176.1	1165.0	440.1	619.7	7159.3
Concesión de préstamos menos recuperaciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultado primario	370.6	2277.5	3928.3	3425.2	978.2	-637.6	-376.6	1441.1	1388.1	-561.9	3596.1	57.6	4720.7	7909.3	14515.8	12246.7	17948.4	22220.3	28707.3	16507.7	21071.5	-2025.7	-4321.6	-59409.4
Resultado global	-245.3	37.3	1306.5	855.4	-2213.8	-4862.1	-7734.7	-4211.9	-5246.6	-8722.3	-6049.1	-10728.6	-1854.3	928.7	8813.6	2039.3	6674.5	5043.9	7124.6	-9428.6	-1880.2	-4321.7	-52011.2	-63744.1

Fuente: CEPALSTAT.

Cuadro 5: Deuda pública por instrumento, 1992-2012

INSTRUMENTO	Saldo																							
	31-dic-92	31-dic-93	31-dic-94	31-dic-95	31-dic-96	31-dic-97	31-dic-98	31-dic-99	31-dic-00	31-dic-01	31-dic-02	31-dic-03	31-dic-04	31-dic-05	31-dic-06	31-dic-07	31-dic-08	31-dic-09	31-dic-10	31-dic-11	31-dic-12			
I- TOTAL DEUDA PÚBLICA (HHI)	63.250	71.112	81.820	88.711	99.046	103.718	114.134	123.366	129.750	144.222	152.974	178.768	191.296	129.227	136.725	144.728	145.975	147.119	164.330	178.963	197.464			
II- DEUDA A VENCER	54.018	71.112	81.820	88.711	99.046	103.718	114.134	123.366	129.750	144.194	141.509	150.878	145.966	125.102	131.348	139.239	139.636	140.874	158.001	172.722	191.355			
TÍTULOS PÚBLICOS Y LETRAS DEL TESORO	17.184	48.401	57.109	59.048	69.393	74.801	82.363	91.555	98.895	83.051	91.656	96.885	92.224	75.628	92.222	99.208	99.994	100.719	115.672	125.391	133.214			
PRESTAMOS	36.834	22.711	24.711	29.663	29.653	28.917	31.771	31.811	30.855	61.143	48.774	51.467	49.274	44.211	33.140	33.257	31.942	30.529	30.714	31.733	32.169			
PRESTAMOS GARANTIZADOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.284	11.636	14.124	14.646	14.269	13.981	13.037	11.995	11.541	4.425	4.121	3.753			
ORGANISMOS INTERNACIONALES	7.279	10.944	11.627	14.862	16.257	16.795	19.167	20.311	21.757	32.357	31.376	32.115	30.601	25.260	15.155	15.050	14.769	16.209	16.958	17.935	18.335			
ORGANISMOS OFICIALES	7.380	9.698	10.870	11.904	10.063	8.311	7.634	6.258	5.017	5.876	4.935	4.428	3.389	2.952	1.606	1.907	1.275	1.749	1.479	1.410	849			
BANCA COMERCIAL	21.736	1.564	1.702	1.908	2.280	2.366	3.585	3.655	2.168	715	563	527	396	294	859	1.165	1.453	5.102	6.055	6.586	7.273			
OTROS ACREEDORES	439	505	512	989	1.053	1.445	1.385	1.587	1.913	911	264	273	242	1.436	1.539	2.098	2.449	2.928	1.797	1.682	1.960			
ADELANTOS TRANSITORIOS ICRA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.079	2.526	4.468	5.263	5.986	6.774	7.700	9.626	11.615	15.597	25.972			
III- ATRASOS PENDIENTE DE REESTRUCTURACIÓN	9.232	-	-	-	-	-	-	-	-	28	11.465	27.800	45.330	4.125	5.377	5.489	6.339	6.245	6.330	6.241	6.108			
TOTAL DEUDA REMANENTE DEL CANJE (Dto. 1735/04)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23.556,00	26.076,25	28.857,01	28.984,27	29.808,05	11.218,32	11.177,21	11.481,73			

(\*) Los saldos de deuda al 31/12/92 se estimaron sobre la base de ajustar los registros obrante, retrotrayendo el efecto que sobre los saldos y la composición, produjera el Plan Brady.

Fuente: Secretaría de Finanzas- Ministerio de Economía .

Cuadro 6: Volumen anual negociado por instrumento financiero en pesos corrientes, 1993-2011

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>Acciones y cupones</b>																			
Operados en rueda + sinac	197.869.039	112.827.862.419	31.894.946.465	312.801.538.628	37.826.833.905	25.978.448.746	11.805.415.153	9.652.243.544	75.191.227.943	4.151.093.775	8.478.333.008	13.270.252.524	18.810.233.781	15.219.402.439	21.888.266.942	20.471.699.839	10.680.099.147	14.015.581.417	13.074.091.038
Sesión continua	43.989.357	11.170.942.174	6.244.555.221	72.201.827.970	12.730.890.549	11.035.304.263	10.548.694.188	7.503.960.738	4.111.593.257	8.241.316.103	13.146.341.858	18.679.292.956	15.096.727.769	21.876.235.810	20.471.699.839	10.680.099.147	14.015.581.417	13.074.091.038	0
SINAC	103.879.682	101.456.920.245	25.650.391.244	240.059.710.658	25.095.939.356	14.943.244.483	1.122.648.132	121.229.930	2.740.339.898	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pases no garantizados	0	0	0	0	0	0	0	134.607.096	128.549.366	15.267.205	39.360.518	237.016.905	123.910.666	130.940.825	122.674.669	12.031.132	0	0	0
<b>Obligaciones negociables</b>																			
Operados en rueda + sinac	518.125	73.531.758	25.479.463	523.804.734	546.548.333	420.452.127	445.156.130	610.072.791	399.765.455	139.204.425	146.614.513	746.244.932	3.622.107.818	1.216.412.419	1.311.967.444	2.311.202.104	3.164.736.742	2.913.669.342	4.036.535.028
Sesión continua	466.168	63.180.159	246.424.337	513.608.949	517.587.463	395.538.877	382.522.538	543.249.143	285.594.124	124.326.934	110.520.364	379.939.198	1.734.595.924	640.976.947	886.491.686	1.517.722.051	2.393.122.237	1.978.114.065	2.177.215.348
SINAC	0	0	2.013.826	10.195.785	28.595.939	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fideicomisos y certificados</b>																			
Op. en rueda	0	0	0	1.858.571	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Valores públicos</b>																			
Operados en rueda + sinac	30.498.415	13.732.098.033	66.156.070.117	131.083.296.467	67.774.960.476	35.343.113.122	33.704.524.521	28.188.180.297	16.658.133.404	40.263.090.340	33.769.860.535	45.904.333.591	96.221.142.689	82.897.136.517	147.313.413.698	172.433.056.613	77.102.916.851	105.968.460.883	129.604.674.157
Sesión continua	5.997.327	1.094.480.011	2.704.091.610	2.815.265.836	3.416.234.585	4.830.785.614	5.639.733.073	7.168.701.522	4.850.440.571	12.718.291.974	8.458.227.287	13.071.899.124	37.191.867.295	31.601.784.547	44.891.180.796	60.331.974.137	73.780.591.898	31.789.993.859	37.441.359.071
SINAC	24.500.088	12.637.618.022	63.451.978.507	128.268.032.631	63.856.637.890	30.512.327.508	28.064.791.448	21.039.478.776	11.807.692.833	27.544.798.366	25.311.633.248	32.832.834.467	59.039.274.894	51.295.351.970	102.422.232.903	112.101.082.476	53.322.324.953	74.178.467.024	92.163.315.087
SINAC	0	0	155.304.246	504.186.586	2.045.742.604	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fondos de inversión</b>																			
Rueda y SINAC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SINAC	0	55.885.689	29.146.820	22.138.652	21.299.822	445.498	10.262.810	6.863.520	2.446.326	3.364.530	7.448.075	2.411.000	6.368.800	6.178.150	3.999.405	3.974.880	2.896.400	2.950.900	27.975
SINAC	0	55.885.689	29.146.820	22.138.652	21.299.828	445.498	10.262.810	6.863.520	2.446.326	3.364.530	7.448.075	2.411.000	6.368.800	6.178.150	3.999.405	3.974.880	2.896.400	2.950.900	27.975
<b>CEDEAR</b>																			
Rueda y SINAC	0	0	0	0	0	0	48.115.640	77.358.198	1.372.647.222	770.491.981	4.551.551.220	3.251.152.290	2.298.199.315	2.316.120.083	3.957.087.022	4.238.623.913	2.229.002.319	2.274.547.360	980.549.006
SINAC	0	0	0	0	0	0	48.115.640	77.358.198	1.372.647.222	770.491.981	4.551.551.220	3.251.152.290	2.298.199.315	2.316.120.083	3.957.087.022	4.238.623.913	2.229.002.319	2.274.547.360	980.549.006
<b>CEDEAR</b>																			
Rueda y SINAC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SINAC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>CEDEAR</b>																			
Rueda y SINAC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SINAC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Otros</b>																			
Futuros	8.343.014	2.206.341.498	2.097.551.819	3.409.485.064	5.202.895.579	4.233.962.617	4.747.253.274	538.595.662	9.518.544.658	22.843.679.326	38.817.773.556	19.719.864.902	24.596.546.468	30.327.496.759	35.429.636.260	38.326.252.326	40.028.399.166	52.395.307.871	60.108.737.278
Caucciones	11.856	42.451.268	632.780	339.930	1.616.150	0	45.935.809	129.882.501	1.801.251	182.373.660	546.247.558	92.375.972	7.582.480	2.478.400	0	0	547.200	0	0
Operados en rueda	0	1.350.675.753	1.594.342.958	2.094.148.852	2.797.790.620	3.088.864.861	3.889.53.861	4.716.061.097	7.772.412.599	2.153.311	4.631.845	26.029.470	19.252.509	11.764.332	146.568.145	199.078.730	14.630.869	97.178.383	160.100.787
Sesión continua	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Opciones	1.857.913	495.688.757	363.382.222	533.475.487	755.405.890	316.389.351	247.827.570	65.280.944	9.485.489	109.887.728	751.744.365	1.511.339.277	1.635.130.567	1.404.437.990	1.343.981.059	1.079.396.142	904.074.573	1.452.527.310	1.153.015.775
El de opciones	1.400.250	317.524.720	102.738.904	284.327.952	560.447.975	79.724.833	137.551.024	36.320.049	36.611.782	42.497.072	610.189.526	991.732.918	1.310.594.864	1.017.674.045	1.130.640.047	586.043.778	553.452.721	1.124.329.196	868.430.853
Préstamos de títulos valores	0	0	36.454.955	497.193.793	1.087.634.944	748.983.572	426.401.010	442.037.023	300.193.846	506.464.237	662.044.078	932.011.330	1.372.691.332	1.514.691.489	2.444.464.614	3.214.179.078	2.720.348.847	2.061.856.660	1.866.438.863
Pases y cauciones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cheque pago diferido	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Certificados de valores	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RVI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
RFI	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL	237.228.599	128.895.719.397	100.432.512.684	166.321.122.116	111.372.540.115	66.028.556.950	50.789.970.085	45.219.603.036	34.868.609.768	71.993.234.491	84.494.803.971	82.093.116.158	145.554.693.917	237.785.809.673	209.905.370.771	237.785.809.673	133.208.050.624	177.567.566.773	207.804.614.481

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.



**Cuadro 7: Activos de empresas industriales que cotizan en Bolsa, 2005-2012**

	Nombre empresa	Activos totales				Activos totales				Activos totales				Activos totales			
		mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	mI USD	
1	MOLINO PRO DEL PATA S.A.	1.486.990	1.099.375	1.292.711	988.238	1.099.375	988.238	1.099.375	988.238	1.099.375	988.238	1.099.375	988.238	1.099.375	988.238	988.238	
2	ACTIVAR GENERAL DERECHA S.A.	1.002.082	1.158.932	1.124.835	783.471	913.688	1.098.758	662.714	602.552	913.688	1.098.758	662.714	602.552	913.688	1.098.758	602.552	
3	CEFERVAR Y VALTERIA QUIMICA S.A.	1.815.346	1.263.597	1.085.989	839.763	897.132	839.763	847.347	801.021	839.763	847.347	801.021	839.763	839.763	847.347	801.021	
4	MICRA ALUMINUM LIMITED S.A. A.C. A.Y.G.	1.276.541	815.574	1.058.190	1.009.076	958.020	1.039.964	1.386.600	989.359	958.020	1.039.964	1.386.600	989.359	958.020	1.039.964	1.386.600	
5	PISTOLLO HERNANDES S.A.	647.690	656.931	540.539	460.539	460.539	460.539	537.447	502.262	460.539	537.447	502.262	460.539	460.539	537.447	502.262	
6	MABELOUS S.A.	737.479	656.931	605.758	675.311	648.451	766.810	814.259	832.600	648.451	766.810	814.259	832.600	648.451	766.810	814.259	
7	ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A. INDUSTRIAL Y COMERCIAL	1.838.281	1.568.514	1.855.297	1.943.159	1.943.159	1.943.159	1.779.566	873.449	1.943.159	1.779.566	1.779.566	1.779.566	1.943.159	1.779.566	873.449	
8	MONIZET ARGENTINA S.A.	428.397	344.409	348.623	214.009	205.033	189.644	168.286	184.139	205.033	189.644	168.286	184.139	205.033	189.644	168.286	
9	BOGA S.A.	458.601	468.856	312.295	183.859	209.316	277.850	156.822	108.909	209.316	277.850	156.822	108.909	209.316	277.850	156.822	
10	MORGAS S.A.C.F.A.	288.108	331.920	248.285	124.823	131.385	159.833	109.227	65.266	131.385	159.833	109.227	65.266	131.385	159.833	109.227	
11	SOVIA INDIAS S.A.C.	669.833	763.702	820.855	803.203	804.352	727.746	584.840	548.301	804.352	727.746	584.840	548.301	804.352	727.746	584.840	
12	PROPIETAS S.A.	608.967	536.862	456.033	441.177	493.443	479.297	437.653	429.061	441.177	493.443	479.297	437.653	429.061	441.177	429.061	
13	INDUSTRIA METALURGICA S.A.	2.110.314	1.966.711	1.505.475	1.005.893	913.777	913.777	534.182	463.000	913.777	913.777	534.182	463.000	913.777	913.777	463.000	
14	LEONIDAS SODIA INDUSTRIAL S.A.	702.778	673.566	588.978	540.944	512.637	433.526	435.080	446.801	512.637	433.526	435.080	446.801	512.637	433.526	435.080	
15	COMPANIA INDUSTRIAL CERVEJERA REFINERIA DEL NORTE S.A.	386.173	286.974	261.562	213.290	305.956	311.568	289.365	251.504	305.956	311.568	289.365	251.504	305.956	311.568	251.504	
16	COMPANIA INDUSTRIAL CERVEJERA DEL NORTE S.A.	401.289	289.276	274.522	218.835	227.234	135.284	120.146	112.011	227.234	135.284	120.146	112.011	227.234	135.284	112.011	
17	PATA S.A.C.I.	275.675	257.170	163.517	143.281	201.976	190.676	210.124	212.600	201.976	190.676	210.124	212.600	201.976	190.676	210.124	
18	HOLCIM ARGENTINA S.A.	479.071	379.560	411.864	443.691	466.483	438.900	429.946	441.000	466.483	438.900	429.946	441.000	466.483	438.900	429.946	
19	SUCROIDES DE ALFREDO WALINER S.A.	112.081	120.250	92.569	72.339	97.763	82.765	82.765	80.509	97.763	82.765	82.765	80.509	97.763	82.765	80.509	
20	ATRONOR S.A.	482.216	467.861	471.571	453.585	564.732	448.718	412.830	359.059	564.732	448.718	412.830	359.059	564.732	448.718	359.059	
21	PETROQUIMICA COMODORO S.A.	334.551	317.972	315.949	258.981	282.377	293.546	197.694	126.453	282.377	293.546	197.694	126.453	282.377	293.546	126.453	
22	CELULOSA ARGENTINA S.A.	411.900	395.488	377.284	339.342	421.421	217.536	158.769	179.131	421.421	217.536	158.769	179.131	421.421	217.536	179.131	
23	PABICA INDUSTRIAL DE PRODUCTOS S.A.	102.122	119.044	67.444	71.156	69.032	82.273	71.469	44.454	69.032	82.273	71.469	44.454	69.032	82.273	71.469	
24	SINERGIAS S.A.	158.403	160.676	165.331	155.762	133.738	198.112	156.388	156.719	133.738	198.112	156.388	156.719	133.738	198.112	156.388	
25	ANTOCHESA S.A.	198.473	158.808	159.266	131.109	146.609	139.236	94.646	94.646	146.609	139.236	94.646	94.646	146.609	139.236	94.646	
26	CEMENTOS AYELANDIA S.A.	272.818	252.515	215.551	204.322	306.014	169.381	158.644	150.937	306.014	169.381	158.644	150.937	306.014	169.381	158.644	
27	PETROLIO DEL CONDOR S.A.	61.221	47.778	45.153	45.674	49.113	50.805	41.345	61.002	49.113	50.805	41.345	61.002	49.113	50.805	41.345	
28	GAORES S.A.	158.941	158.381	140.658	107.583	99.588	89.517	76.645	68.422	99.588	89.517	76.645	68.422	99.588	89.517	76.645	
29	VERONICA S.C.I.A.F.L.	78.534	79.738	70.673	55.934	67.216	56.181	49.191	44.656	67.216	56.181	49.191	44.656	67.216	56.181	49.191	
30	DUPONT ARGENTINA S.R.L.	237.927	220.185	190.994	198.926	181.839	187.737	160.074	136.151	181.839	187.737	160.074	136.151	181.839	187.737	160.074	
31	LABORATORIOS BADO S.A.C.	38.587	34.307	30.614	30.796	29.422	28.234	29.397	26.442	29.422	28.234	29.397	26.442	29.422	28.234	29.397	
32	FRIGORIFICOS BAGIO S.A.	112.081	109.560	87.357	159.972	169.570	147.680	124.192	107.543	169.570	147.680	124.192	107.543	169.570	147.680	124.192	
33	COMPANIA ARGENTINA DE LEASINGS S.A.C.	82.515	84.489	80.818	68.053	78.084	60.320	55.547	47.508	78.084	60.320	55.547	47.508	78.084	60.320	55.547	
34	FINISA S.A.	206.634	194.983	174.677	146.342	171.901	144.935	127.666	111.363	171.901	144.935	127.666	111.363	171.901	144.935	127.666	
35	GRIMOLDI S.A.	81.599	91.211	61.708	46.771	45.128	40.040	31.648	29.301	45.128	40.040	31.648	29.301	45.128	40.040	31.648	
36	ABI S.A.	144.900	121.889	105.803	73.989	95.419	86.546	65.131	56.390	95.419	86.546	65.131	56.390	95.419	86.546	65.131	
37	ROQUELAN S.A.	138.170	97.782	90.072	82.694	79.793	73.904	66.673	60.028	79.793	73.904	66.673	60.028	79.793	73.904	66.673	
38	FERREX S.A.	109.076	159.681	158.676	117.619	88.009	86.507	64.813	52.382	159.681	86.507	64.813	52.382	159.681	86.507	64.813	
39	BERNARDINI S.A. DE QUIMICA Y METALURGIA	90.095	94.461	80.827	71.207	86.546	76.878	73.819	68.937	94.461	80.827	76.878	73.819	94.461	80.827	76.878	
40	BM ARGENTINA S.A.C.I.F.A.	66.208	57.710	50.150	50.069	56.383	65.633	57.485	50.004	50.150	50.069	56.383	65.633	57.485	50.004	50.069	
41	COMPANIA PETROLIO COPSA S.A.	26.655	21.207	20.806	15.312	21.136	16.388	11.903	8.206	21.207	20.806	16.388	11.903	21.207	20.806	11.903	
42	PRONAR ARGENTINA S.R.L.	137.333	103.716	102.100	94.678	103.652	98.924	90.584	82.306	103.652	98.924	90.584	82.306	103.652	98.924	90.584	
43	AGRO ARGENTINA S.A.	156.692	111.552	139.559	103.700	133.966	114.065	126.218	105.783	133.966	114.065	126.218	105.783	133.966	114.065	105.783	
44	CEMOSA SAN LORENZO C.S.A.	61.717	77.181	91.994	87.525	99.854	91.828	85.796	85.113	91.994	87.525	99.854	91.828	91.994	87.525	85.113	
45	BALANSA S.A.	61.712	57.161	41.829	33.602	27.332	25.571	19.124	16.063	41.829	33.602	25.571	19.124	41.829	33.602	19.124	
46	DISISO MANUFACTURING ARGENTINA S.A.	68.409	50.793	37.748	33.078	23.051	25.293	22.498	20.818	50.793	37.748	25.293	22.498	50.793	37.748	22.498	
47	RECIO DE LOS ANDES S.A.	78.471	55.576	49.936	52.727	51.426	55.647	46.027	44.621	55.576	49.936	52.727	51.426	55.647	46.027	44.621	
48	MARCO ARGENTINA S.A.	29.805	70.281	61.331	50.241	61.734	38.695	30.416	29.532	70.281	61.331	50.241	61.734	38.695	30.416	29.532	
49	NEG. UNIG. GAS ARGENTINA S.A.	48.421	75.070	65.245	56.081	56.081	54.641	47.308	43.580	75.070	65.245	56.081	54.641	75.070	65.245	54.641	
50	NEG. UNIG. GAS ARGENTINA S.A.	48.421	75.070	65.245	56.081	56.081	54.641	47.308	43.580	75.070	65.245	56.081	54.641	75.070	65.245	54.641	

	Nombre empresa	Activos totales		Activos fijos		Activos corrientes		Pasivos totales		Pasivos fijos		Pasivos corrientes	
		ml	USD	ml	USD	ml	USD	ml	USD	ml	USD	ml	USD
51	TRANSOL S.A.	43.587	47.781	49.830	36.074	25.104	18.173	20.065	18.173	20.065	18.173	20.065	
52	PAPEL PULPERIA S.A.C.I.F.Y DE M.	94.870	108.154	111.670	111.563	123.412	129.390	133.357	133.357	133.357	133.357	134.251	
53	VAGUILLI HERI S.A.	61.734	58.595	46.263	41.032	52.810	46.987	41.329	41.329	41.329	41.329	32.343	
54	PRITTY S.A.	21.744	23.148	19.710	20.013	23.171	23.179	21.702	23.674	23.674	23.674	32.461	
55	FLOIDA DANICA S.A.C.	34.429	34.729	32.155	29.327	32.599	27.851	27.851	32.461	32.461	32.461	32.461	
56	S.A. LA HIGUANA ARGENTINA	36.468	48.907	38.512	33.120	41.544	48.470	43.564	47.561	47.561	47.561	32.762	
57	CURTIS MIRE Y CHOCORRERA	52.687	51.185	56.752	50.241	54.574	60.854	57.636	50.328	50.328	50.328	50.328	
58	MOLINO CHACABUO S.A.	31.185	33.050	23.049	23.515	23.485	17.235	14.794	14.794	14.794	14.794	14.794	
59	PIROPAC S.A.	32.381	30.061	23.731	18.607	17.608	17.473	13.288	11.556	11.556	11.556	14.794	
60	REDIOTEC ARGENTINA S.A.	52.716	43.774	32.348	26.522	26.124	22.081	20.358	16.578	16.578	16.578	16.578	
61	SINMONS DE ARGENTINA S.A.C.	22.042	19.923	16.482	14.672	19.776	16.629	14.866	15.212	15.212	15.212	15.212	
62	HUTCHINSON ARGENTINA S.A.	34.014	28.610	25.371	24.270	26.880	27.925	23.828	20.579	20.579	20.579	20.579	
63	LABORATORIOS BETAS S.A.	39.906	37.007	37.581	33.844	34.546	38.951	40.720	37.276	37.276	37.276	37.276	
64	TANGLIO CERMERY S.A.	63.953	64.951	52.384	44.414	42.564	40.130	26.614	16.334	16.334	16.334	16.334	
65	ANGELINO L. MONTOLIVO S.A.	38.210	30.917	28.700	26.244	29.166	28.316	23.115	21.423	21.423	21.423	21.423	
66	AMPO S.A.	26.004	26.000	22.048	21.693	24.423	23.925	21.776	20.614	20.614	20.614	20.614	
67	KORDIA ARGENTINAS S.A.	45.554	63.945	61.000	62.250	66.179	62.461	57.435	47.192	47.192	47.192	47.192	
68	DULCORA S.A.	36.891	31.654	25.351	23.724	24.158	22.658	17.875	17.841	17.841	17.841	17.841	
69	APRAM STALLS SERVICES & SOLUTIONS ARGENTINA S.A.	36.191	34.413	36.757	27.338	33.044	38.485	37.290	26.949	26.949	26.949	26.949	
70	PROTECCION ELECTROTEC S.R.L.	34.689	29.687	27.786	23.314	25.462	20.138	17.226	16.646	16.646	16.646	16.646	
71	PROTECCION ELECTROTEC S.R.L.	35.654	27.902	19.727	16.886	15.568	10.440	9.286	5.329	5.329	5.329	5.329	
72	LABORATORIOS RICHMOND S.A.C.I.	51.259	37.122	34.319	33.817	31.167	24.784	18.232	13.510	13.510	13.510	13.510	
73	YF. LOS INDUSTRIALES DE MATERIALES SINTETICOS S.A.	29.547	28.482	26.181	23.738	23.856	25.438	21.902	24.266	24.266	24.266	24.266	
74	EMAR S.A.	31.603	35.607	29.500	25.060	24.887	23.523	15.788	14.506	14.506	14.506	14.506	
75	ARTES GRAPICAS ROTAPLAN S.A.	52.508	60.004	55.614	54.880	59.397	65.721	61.772	40.024	40.024	40.024	40.024	
76	GUARDIA ARGENTINA S.A.	38.344	38.609	33.585	30.690	29.977	31.955	29.044	26.409	26.409	26.409	26.409	
77	EXPORTADOR PABLO CASASNA S.A.	33.628	35.468	30.387	25.507	23.127	19.025	14.694	11.619	11.619	11.619	11.619	
78	MOLINO LIJAN SAINO S.A.	39.832	41.618	38.164	32.586	34.935	24.022	23.055	26.721	26.721	26.721	26.721	
79	OBRA HERNANDES S.A.C.I.F.E.L.	20.886	18.437	15.377	14.522	17.936	13.806	12.404	11.498	11.498	11.498	11.498	
80	PROFATO HERMANOS S.A.C.	24.480	22.738	18.259	16.271	17.302	12.008	9.826	9.517	9.517	9.517	9.517	
81	CECASA S.A.	24.534	22.459	16.632	14.269	17.415	13.508	8.981	6.861	6.861	6.861	6.861	
82	NOVATECH SOLUTION S.A.S.	33.979	10.093	5.713	4.096	3.780	5.102	2.484	886	886	886	886	
83	INDUSTRIAS SCAS S.A.C.	24.179	23.917	19.923	18.022	19.787	18.793	16.042	13.251	13.251	13.251	13.251	
84	COMPANIA INTRODUCTORA DE BUNOS AIRES S.A.	27.810	27.739	24.846	23.101	23.147	23.095	23.126	22.294	22.294	22.294	22.294	
85	JOSE GUINSA S.A.	17.320	15.900	15.655	16.379	15.511	12.679	12.309	10.811	10.811	10.811	10.811	
86	LABORATORIOS ARGENTINOS	26.859	22.662	21.710	18.021	15.927	12.737	10.497	9.227	9.227	9.227	9.227	
87	PAPERASA S.A.C.I.F.Y.A.	18.381	18.081	14.585	12.849	12.940	11.047	11.102	12.833	12.833	12.833	12.833	
88	VALORAS PADRUSA S.A.	28.917	22.455	18.196	18.605	20.261	15.021	10.494	8.501	8.501	8.501	8.501	
89	CAVANO COSA S.A.	33.829	38.159	35.511	14.694	18.020	13.639	12.359	9.021	9.021	9.021	9.021	
90	MUREXCO S.A.	31.682	33.395	33.129	29.798	37.446	37.646	38.384	45.133	45.133	45.133	45.133	
91	PAPELERIA SAN ANDRES DE GILES S.A.	31.144	23.928	18.705	14.862	16.395	14.367	9.777	8.343	8.343	8.343	8.343	
92	TOPOTECA INDUSTRIAL MODELO S.A.	13.108	16.038	13.442	12.437	12.939	16.685	13.312	10.555	10.555	10.555	10.555	
93	SEON S.A.	20.402	24.783	24.506	13.420	16.296	22.605	15.113	13.704	13.704	13.704	13.704	
94	GOTTERT S.A.	13.006	11.914	7.064	7.236	8.556	11.075	4.880	3.545	3.545	3.545	3.545	
95	SOTIMAS DE FIJACION S.A.	19.818	17.415	17.555	14.109	11.906	9.062	7.396	4.379	4.379	4.379	4.379	
96	CECIE SUDAMERICANA S.A.	16.118	13.957	10.739	8.935	13.112	10.504	5.924	6.066	6.066	6.066	6.066	
97	ROUX - OCTERIA S.A.	10.955	20.148	16.372	16.511	16.244	11.855	10.428	10.428	10.428	10.428	10.428	
98	NEROMA S.A.	8.800	9.709	5.818	4.693	5.795	4.482	3.390	3.020	3.020	3.020	3.020	
99	TEF FABRIC S.A.	21.902	21.357	15.909	18.861	15.090	15.429	14.916	14.916	14.916	14.916	14.916	

Fuente: ORBIS.

## Cuadro 8: Rentabilidad de empresas industriales que cotizan en Bolsa, 2005-2012

	Nombre empresa	ROE utilizando Ingresos Netos % 2012	ROE utilizando Ingresos Netos % 2011	ROE utilizando Ingresos Netos % 2010	ROE utilizando Ingresos Netos % 2009	ROE utilizando Ingresos Netos % 2008	ROE utilizando Ingresos Netos % 2007	ROE utilizando Ingresos Netos % 2006	ROE utilizando Ingresos Netos % 2005
1	MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.	2,27	20,24	32,37	19,82	17,74	24,20	6,66	4,49
2	ACEITERA GENERAL DEHEZA S.A.	16,82	19,78	16,65	25,94	7,84	32,95	10,91	10,28
3	CERVECERIA Y MALTERIA CULMES S.A.I.C.A.Y.G.	91,02	90,51	27,45	46,55	42,35	32,92	26,53	20,05
4	MINERA ALUMBRERA MASTELLONE	54,84	82,14	95,08	74,00	47,62	86,63	85,92	60,45
5	HERMANOS S.A.	-16,70	-1,97	27,03	14,66	-82,96	-5,68	-12,83	-4,77
6	PIBOPOLISUR S.A.	39,29	46,82	48,12	36,73	31,00	31,90	30,25	34,74
7	ALUAR ALUMINIO ARGENTINO S.A. INDUSTRIAL Y COMMERCIAL	4,75	14,67	10,20	-4,65	17,99	23,36	18,86	19,39
8	MONDELEZ ARGENTINA S.A.	26,67	8,04	10,69	5,54	1,93	16,28	5,48	-34,56
9	BGH S.A.	28,05	25,36	18,01	2,78	6,36	24,32	27,99	20,23
10	MIRGOR S.A.C.I.F.A.	33,70	26,37	13,56	-5,15	13,80	33,36	32,68	110,71
11	SOLVAY INDUPA S.A.I.C.	-36,14	-3,19	-4,63	-10,78	10,24	15,34	11,49	11,21
12	PROFERTIL S.A.	61,18	67,22	41,90	37,94	21,33	32,22	38,56	27,85
13	INDUSTRIAS METALURGICAS PESCARMONA S.A.I.C.Y F.	6,11	31,59	34,00	3,93	7,16	13,78	13,47	15,55
14	LEDESMA SOCIEDAD ANONIMA AGRICOLA INDUSTRIAL	14,98	15,38	12,71	7,12	8,58	7,98	7,60	5,83
15	REFINERIA DEL NORTE S.A.	11,21	42,86	35,91	24,06	-4,50	30,53	19,47	39,61
16	COMPANIA INDUSTRIAL CERVECERA S.A.	16,46	15,83	11,98	6,07	2,68	2,36	3,49	2,41
17	FATE S.A.I.C.I.	10,63	17,44	19,18	-6,51	7,42	-2,15	3,21	9,41
18	HOLCIM (ARGENTINA) S.A.	2,00	24,17	11,90	7,22	-5,33	3,66	3,40	10,62
19	SUCESORES DE ALFREDO WILLNER S.A.	7,30	4,19	11,27	0,98	13,82	4,12	4,81	8,19
20	ATANOR S.C.A.	8,49	4,41	-7,84	6,39	-86,53	21,85	19,94	16,91
21	PETROQUIMICA COMODORO RIVADAVIA S.A.	23,71	29,20	33,24	22,67	12,83	46,77	32,26	27,27
22	CELULOSA ARGENTINA S.A.	5,22	12,93	7,01	-41,29	6,46	6,51	6,48	11,35
23	FABRICA AUSTRAL DE PRODUCTOS ELECTRICOS S.A.	52,57	90,93	77,98	11,41	-1,00	10,53	11,05	39,72
24	SIEMENS S.A.	22,34	31,49	35,60	43,60	31,03	43,53	20,77	34,05
25	CARTOCOR S.A.	27,52	25,10	32,02	25,32	27,90	37,85	29,18	21,73
26	CEMENTOS AVELLANEDA S.A.	20,87	21,30	25,32	17,28	19,16	29,00	28,56	14,85
27	PETROLERA DEL CONOSUR S.A.	-177,54	-152,45	-71,53	-35,98	1,35	-3,00	69,48	-346,18
28	GADOR S.A.	32,06	28,72	29,41	30,46	31,10	33,38	30,90	28,74
29	VERONICA S.A.C.I.A.F.I.	11,15	11,14	10,24	3,34	9,84	5,61	8,30	14,13
30	DU PONT ARGENTINA S.R.L.	-9,94	0,71	1,30	4,43	7,66	16,28	-0,61	-55,60
31	FRIGORIFICO GORINA S.A.I.C.	18,56	16,57	13,49	21,66	27,31	29,53	29,35	29,36
32	LABORATORIOS BAGO S.A.	9,46	26,91	34,35	18,18	13,89	10,39	18,77	15,35
33	COMPANIA ARGENTINA DE LEVADURAS S.A.I.C.	10,52	9,00	12,87	14,48	13,70	15,53	2,83	6,42
34	F.V. S.A.	17,86	18,63	12,28	7,68	16,09	18,27	20,74	11,33
35	GRIMOLDY S.A.	17,77	25,33	22,03	7,73	11,89	16,15	7,16	11,12
36	ABB S.A.	-39,54	-102,34	20,88	13,00	-31,75	1,36	12,33	14,07
37	RIGOLLEAU S.A.	25,05	19,81	14,61	14,11	17,02	14,94	16,15	21,76
38	BODEGAS ESMERALDA S.A.	18,98	17,22	20,49	25,65	24,00	18,52	12,74	11,81
39	FERRUM S.A. DE CERAMICA Y METALURGIA	14,05	14,68	12,91	6,02	10,00	9,17	12,23	31,74
40	3M ARGENTINA S.A.C.I.F.I.A.	47,36	42,46	36,00	-5,48	5,18	12,32	16,68	16,75
41	COMPANIA PETROLERA COPSA S.A.	19,08	19,69	26,55	22,85	39,02	42,15	46,45	29,54
42	PRAXAIR ARGENTINA S.R.L.	19,11	17,18	14,11	15,26	14,51	11,80	11,21	6,01
43	AGCO ARGENTINA S.A.	10,13	9,44	0,59	-6,05	-10,42	3,16	-6,50	-10,59
44	CERAMICA SAN LORENZO I.C.S.A.	-119,23	-147,48	-12,64	-14,52	13,69	15,23	15,50	13,10
45	BALIARDA S.A.	29,02	31,26	32,31	25,43	23,01	23,35	22,98	23,98
46	DENSO MANUFACTURING ARGENTINA S.A.	4,68	11,12	11,35	5,40	6,50	10,61	8,25	2,17
47	ECO DE LOS ANDES S.A.	35,95	26,97	24,89	21,42	9,90	25,78	73,85	12,78
48	MAHLE ARGENTINA S.A.	-23,14	-8,02	18,83	-27,78	-57,56	-4,88	19,42	24,70
49	GRUPO LINDE GAS ARGENTINA S.A.	7,42	9,32	13,88	10,75	12,47	16,32	2,12	-2,79
50	NEC ARGENTINA S.A.	7,03	1,08	0,11	-51,77	-92,91	-24,46	-2,79	-1,73

	Nombre empresa	ROE utilizando Ingresos Netos % 2012	ROE utilizando Ingresos Netos % 2011	ROE utilizando Ingresos Netos % 2010	ROE utilizando Ingresos Netos % 2009	ROE utilizando Ingresos Netos % 2008	ROE utilizando Ingresos Netos % 2007	ROE utilizando Ingresos Netos % 2006	ROE utilizando Ingresos Netos % 2005
51	TRANSCOLOR S.A.	65,20	41,98	34,36	52,01	110,61	39,15	41,19	19,23
52	PAPEL PRENSA S.A.I.C.F. Y DE M.	0,72	9,25	1,10	2,18	0,61	1,03	3,01	4,30
53	VASSALLI FABRIL S.A.	23,04	23,35	14,86	-15,23	11,32	17,79	16,55	28,09
54	PRITTY S.A.	19,05	2,88	1,11	-0,84	-2,64	8,92	10,83	15,61
55	FLORA DANICA S.A.I.C.	-19,81	14,02	13,38	1,10	14,11	6,16	0,15	0,55
56	S.A. LA HISPANO ARGENTINA CURTIEMBRE Y CHANDLERIA	9,15	4,51	11,97	14,57	12,73	11,19	9,23	17,70
57	PAPELERIA TUCUMAN S.A.	1,07	7,72	13,88	4,58	16,59	8,15	18,59	13,10
58	MOLINO CHACABUCO S.A.	35,82	18,18	16,60	27,80	17,74	14,39	5,54	15,73
59	PETROPACK S.A.	33,18	34,65	30,58	34,47	50,95	43,57	40,22	27,37
60	RIZOBACTER ARGENTINA S.A.	18,95	25,34	27,20	29,54	24,20	8,42	22,05	31,00
61	SIMMONS DE ARGENTINA S.A.I.C.	31,13	34,40	26,46	20,61	33,70	13,00	21,13	4,67
62	HUTCHINSON ARGENTINA S.A.	-13,92	3,39	10,53	-15,75	7,65	11,32	6,83	20,41
63	LABORATORIOS BETA S.A.	6,32	16,25	18,83	15,90	3,64	17,49	22,53	5,93
64	TADEO CZERWENY S.A.	25,53	24,31	29,22	38,39	35,35	35,45	32,65	33,29
65	ANSELMO L. MORVILLO S.A.	-37,12	24,38	20,09	5,93	-7,57	20,17	8,24	-16,32
66	AKAPOL S.A.	36,32	41,23	42,24	43,10	27,30	38,33	22,83	17,55
67	KORDSA ARGENTINA S.A.	-204,40	-18,87	-74,97	-34,41	5,36	5,65	17,09	18,17
68	DULCOR S.A.	21,90	11,91	12,05	8,15	8,13	16,57	4,69	4,64
69	APERAM STAINLESS SERVICES & SOLUTIONS ARGENTINA S.A.	0,83	12,64	21,28	-0,09	-15,60	20,69	58,52	27,59
70	CARLOS A. MAZZIERI Y CIA. S.A.	22,68	15,61	14,27	15,37	18,11	15,13	10,29	11,50
71	PROYECCION ELECTROLUZ S.R.L.	35,38	38,63	41,91	52,03	27,92	31,96	37,70	32,51
72	LABORATORIOS RICHMOND S.A.C.I. Y F.	4,45	12,62	9,41	8,95	3,39	41,52	32,34	33,57
73	COLORIN INDUSTRIA DE MATERIALES SINTETICOS S.A.	-14,18	-13,03	-1,26	9,42	7,93	34,06	-126,82	20,08
74	ESKABE S.A.	19,99	34,14	30,28	28,44	38,79	26,29	14,81	18,06
75	ARTES GRAFICAS RIOPLATENSE S.A.	-0,92	8,42	4,22	-0,75	9,55	12,48	9,07	19,22
76	GUILFORD ARGENTINA S.A.	0,83	-9,70	1,12	-14,90	2,85	0,84	9,68	9,25
77	LABORATORIO PABLO CASSARA S.R.L.	24,24	26,69	29,84	27,04	35,77	22,08	23,73	22,88
78	MOLINOS JUAN SEMINO S.A.	6,33	10,54	14,06	22,28	18,68	4,95	5,40	9,10
79	OBLAG HERMANOS S.A.C.I.F. E.I.	23,18	17,39	15,17	15,87	16,80	13,51	10,12	11,69
80	PROPATO HERMANOS S.A.I.C.	42,79	35,33	29,45	26,87	20,89	14,38	10,42	11,48
81	CEARCA S.A.	9,84	13,28	19,84	18,55	26,58	39,05	30,02	17,61
82	NOVATECH SOLUTIONS S.A.	60,71	51,22	2,33	26,45	26,20	-12,23	65,24	41,71
83	INDUSTRIAS SICA S.A.I.C.	71,17	70,61	61,65	56,13	45,81	43,68	39,13	33,97
84	COMPANIA INTRODUCIDORA DE BUENOS AIRES S.A.	14,18	18,07	14,87	9,62	4,42	6,51	7,79	3,76
85	JOSE GUIMA S.A.	13,23	-7,74	8,43	8,10	2,96	2,31	5,02	1,86
86	LABORATORIOS ARGENTINOS FARMESA S.A.I.C.	16,49	14,36	10,73	18,20	14,43	16,92	19,10	25,02
87	BOLSAPEL S.A.I.C.I.F. Y A.	20,71	25,07	20,22	8,37	19,16	-0,12	1,69	9,99
88	VALVULAS FADEVA S.A.	8,49	14,59	25,03	24,05	24,26	20,21	29,75	20,17
89	ZUCAMOR CUYO S.A.	0,61	2,34	17,25	14,08	21,49	10,49	10,50	7,11
90	MURESCO S.A.	1,98	-3,68	2,43	-7,80	-21,31	2,07	-0,34	7,57
91	PAPELERA SAN ANDRES DE GILES S.A.	20,12	15,71	28,72	24,89	18,36	24,87	19,11	20,39
92	TINTORERIA INDUSTRIAL MODELO S.A.I. Y C.	25,30	29,41	16,72	5,26	5,35	19,52	29,35	28,55
93	SECIN S.A.	23,10	24,57	49,11	-15,15	21,37	50,25	21,71	26,76
94	GOTTERT S.A.	80,61	10,88	8,26	30,68	11,12	38,79	26,00	24,26
95	SISTEMAS DE FUOCIONES S.A.	33,00	26,97	25,39	24,05	26,96	32,89	24,51	36,66
96	CEDEC SUDAMERICANA S.A.	18,16	17,28	13,74	8,86	29,04	28,17	10,15	0,78
97	ROUX - OCEFA S.A.	-24,73	-211,15	-9,45	4,73	7,96	2,21	-48,09	-17,12
98	NEROVA S.A.	24,87	16,33	10,95	5,25	14,36	8,26	7,17	-10,96
99	TEX FABRIC S.A.	11,24	10,76	10,38	4,94	1,81	7,91	5,98	4,50

Fuente: ORBIS .

## Cuadro 9: Resultados del Sistema Financiero, 2002-2012

Montos en millones de pesos	2002 <sup>4</sup>	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Margen financiero</b>	13.991	1.965	6.075	9.475	13.262	15.134	20.462	28.937	35.490	43.670	61.667
Resultado por intereses	-3.624	-943	1.753	3.069	4.150	5.744	9.573	14.488	17.963	24.903	38.365
Ajustes CER y CVS	8.298	2.315	1.944	3.051	3.012	2.624	2.822	1.196	2.434	1.725	2.080
Diferencias de cotización	5.977	-890	866	751	944	1.357	2.307	2.588	2.100	3.025	4.127
Resultado por títulos valores	3.639	1.962	1.887	2.371	4.923	5.144	4.398	11.004	13.449	14.228	17.356
Otros resultados financieros	-299	-480	-375	233	235	264	1.362	-339	-457	-211	-261
Resultado por servicios	4.011	3.415	3.904	4.781	6.243	8.248	10.870	13.052	16.089	21.391	28.172
Cargos por incobrabilidad	-10.007	-2.089	-1.511	-1.173	-1.198	-1.894	-2.839	-3.814	-3.267	-3.736	-6.127
Gastos de administración	-9.520	-7.760	-7.998	-9.437	-11.655	-14.634	-18.767	-22.710	-28.756	-36.365	-47.318
Cargas impositivas	-691	-473	-584	-737	-1.090	-1.537	-2.318	-3.272	-4.120	-6.047	-8.981
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>1</sup>	0	-701	-320	-410	-752	-837	-1.757	-262	-214	-336	-338
Amortización de amparos	0	-1.124	-1.686	-1.867	-2.573	-1.922	-994	-703	-635	-290	-274
Diversos	-3.880	1.738	1.497	1.729	2.664	2.380	1.441	918	2.079	2.963	2.475
Resultado monetario	-12.558	69	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias <sup>2</sup>	-18.653	-4.960	-623	2.360	4.901	4.938	6.100	12.145	16.665	21.251	29.276
Impuesto a las ganancias	-509	-305	-275	-581	-595	-1.032	-1.342	-4.226	-4.904	-6.531	-9.861
<b>Resultado total<sup>2</sup></b>	<b>-19.162</b>	<b>-5.265</b>	<b>-898</b>	<b>1.780</b>	<b>4.306</b>	<b>3.905</b>	<b>4.757</b>	<b>7.920</b>	<b>11.761</b>	<b>14.720</b>	<b>19.415</b>
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-	-3.440	1.337	4.057	7.631	6.665	7.508	8.885	12.610	15.345	20.027
<b>Indicadores anualizados - En % del activo neto</b>											
<b>Margen financiero</b>	6,5	1,1	3,1	4,6	5,8	5,7	6,7	8,6	8,5	8,0	9,2
Resultado por intereses	-1,7	-0,5	0,9	1,5	1,8	2,2	3,1	4,3	4,3	4,6	5,7
Ajustes CER y CVS	3,9	1,3	1,0	1,5	1,3	1,0	0,9	0,4	0,6	0,3	0,3
Diferencias de cotización	2,8	-0,5	0,4	0,4	0,4	0,5	0,8	0,8	0,5	0,6	0,6
Resultado por títulos valores	1,7	1,1	1,0	1,2	2,2	1,9	1,4	3,3	3,2	2,6	2,6
Otros resultados financieros	-0,1	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Resultado por servicios	1,9	1,9	2,0	2,3	2,7	3,1	3,6	3,9	3,8	3,9	4,2
Cargos por incobrabilidad	-4,7	-1,1	-0,8	-0,6	-0,5	-0,7	-0,9	-1,1	-0,8	-0,7	-0,9
Gastos de administración	-4,4	-4,2	-4,1	-4,6	-5,1	-5,5	-6,1	-6,7	-6,9	-6,7	-7,0
Cargas impositivas	-0,3	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,6	-0,8	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3
Ajustes de valuación de préstamos al sector público <sup>1</sup>	0,0	-0,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,3	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Amortización de amparos	0,0	-0,6	-0,9	-0,9	-1,1	-0,7	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	0,0
Diversos	-1,8	0,9	0,8	0,8	1,2	0,9	0,5	0,3	0,5	0,5	0,4
Monetarios	-5,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias <sup>2</sup>	-8,7	-2,7	-0,3	1,1	2,2	1,9	2,0	3,6	4,0	3,9	4,3
Impuesto a las ganancias	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,5
<b>Resultado total<sup>2</sup></b>	<b>-8,9</b>	<b>-2,9</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>
Resultado ajustado <sup>3</sup>	-8,9	-1,9	0,7	2,0	3,4	2,5	2,5	2,6	3,0	2,8	3,0
<b>Resultado total antes de Impuesto a las Ganancias / Patrimonio neto<sup>3</sup></b>											
Resultado total / Patrimonio neto <sup>3</sup>	-59,2	-22,7	-4,2	7,0	14,3	11,0	13,4	19,2	24,4	25,3	25,7

(1) Com. "A" 3911. Los ajustes a la valuación de títulos públicos en función de la Com. "A" 4084 están incluidos en el rubro "resultado por títulos valores".

(2) A partir de enero de 2008 se dispone de datos para el cálculo del resultado consolidado del sistema financiero. En este indicador se eliminan los resultados y las partidas del activo vinculadas a participaciones permanentes en entidades financieras locales.

(3) Al resultado total se le excluyen la amortización de amparos y los efectos de la Com. "A" 3911 y 4084.

(4) Datos en moneda de diciembre de 2002.

Fuente: BCRA .

## Cuadro 10: Balance del Sistema Financiero, 2002-2012

En millones de pesos corrientes	dic-02	dic-03	dic-04	dic-05	dic-06	dic-07	dic-08	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12
<b>Activo</b>	<b>187.532</b>	<b>186.873</b>	<b>212.562</b>	<b>221.962</b>	<b>258.384</b>	<b>297.963</b>	<b>346.762</b>	<b>387.381</b>	<b>510.304</b>	<b>628.381</b>	<b>790.026</b>
Disponibilidades <sup>1</sup>	17.138	27.575	29.154	20.819	37.991	46.320	58.676	71.067	93.085	104.389	148.254
Títulos públicos	31.418	45.062	55.382	66.733	64.592	62.678	65.255	86.318	117.951	112.906	123.491
LEBAC/NOBAC	-	-	17.755	28.340	29.289	36.022	37.093	43.867	76.948	71.050	84.057
Tenencia por cartera propia	-	-	11.803	21.067	25.767	31.598	25.652	34.748	61.855	59.664	70.569
Por operaciones de pase activo <sup>2</sup>	-	-	5.953	7.273	3.521	4.424	11.442	9.119	15.093	11.386	13.488
Títulos privados	332	198	387	389	813	382	203	307	209	212	251
Préstamos	84.792	68.042	73.617	84.171	103.668	132.157	154.719	169.868	230.127	332.317	433.925
Sector público	44.337	33.228	30.866	25.836	20.874	16.772	17.083	20.570	25.907	31.346	39.951
Sector privado	38.470	33.398	41.054	55.885	77.832	110.355	132.844	145.247	199.202	291.708	383.674
Sector financiero	1.985	1.417	1.697	2.450	4.962	5.030	4.793	4.052	5.018	9.263	10.299
Previsiones por préstamos	-11.952	-9.374	-7.500	-4.930	-3.728	-4.089	-4.744	-5.824	-6.232	-7.173	-9.596
Otros créditos por intermediación financiera	39.089	27.030	32.554	26.721	26.039	29.712	38.152	33.498	39.009	40.805	38.769
ON y OS	1.708	1.569	1.018	873	773	606	912	1.146	1.433	1.657	2.255
Fideicomisos sin cotización	6.698	4.133	3.145	3.883	4.881	5.023	5.714	5.942	6.824	7.967	10.822
Compensación a recibir	17.111	14.937	15.467	5.841	763	377	357	16	0	0	0
Otros	13.572	6.392	12.924	16.124	19.622	23.706	31.169	26.395	30.752	31.182	25.692
Bienes en locación financiera (leasing)	567	397	611	1.384	2.262	3.469	3.935	2.933	3.936	6.222	7.203
Participación en otras sociedades	4.653	4.591	3.871	4.532	6.392	6.430	7.236	6.711	7.921	9.123	11.682
Bienes de uso y diversos	8.636	8.164	7.782	7.546	7.619	7.643	7.903	8.239	9.071	10.111	11.251
Filiales en el exterior	3.522	3.144	3.524	3.647	2.782	2.912	3.153	3.926	3.283	3.525	4.354
Otros activos	9.338	12.043	13.180	10.950	9.953	10.347	12.275	10.337	11.943	15.944	20.441
<b>Pasivo</b>	<b>161.446</b>	<b>164.923</b>	<b>188.683</b>	<b>195.044</b>	<b>225.369</b>	<b>261.143</b>	<b>305.382</b>	<b>339.047</b>	<b>452.752</b>	<b>558.264</b>	<b>699.205</b>
Depósitos	75.001	94.635	116.655	136.492	170.898	205.550	236.217	271.853	376.344	462.517	595.764
Sector público <sup>3</sup>	8.381	16.040	31.649	34.019	45.410	48.340	67.151	69.143	115.954	129.885	163.691
Sector privado <sup>3</sup>	59.698	74.951	83.000	100.809	123.431	155.048	166.378	199.278	257.595	328.463	427.857
Cuenta corriente	11.462	15.071	18.219	23.487	26.900	35.245	39.619	45.752	61.306	76.804	103.192
Caja de ahorros	10.523	16.809	23.866	29.078	36.442	47.109	50.966	62.807	82.575	103.636	125.210
Plazo fijo	19.080	33.285	34.944	42.822	54.338	65.952	69.484	83.967	104.492	135.082	183.736
CEDRO	12.328	3.217	1.046	17	13	0	0	0	0	0	0
Otras obligaciones por intermediación financiera	75.737	61.690	64.928	52.072	46.037	46.225	57.662	52.114	60.029	76.038	75.106
Obligaciones interfinancieras	1.649	1.317	1.461	2.164	4.578	4.310	3.895	3.251	4.201	7.947	8.329
Obligaciones con el BCRA	27.837	27.491	27.726	17.005	7.686	2.362	1.885	270	262	1.920	3.535
Obligaciones negociables	9.096	6.675	7.922	6.548	6.603	6.938	5.984	5.033	3.432	6.856	9.101
Líneas de préstamos del exterior	25.199	15.196	8.884	4.684	4.240	3.864	4.541	3.369	3.897	6.467	4.992
Otros	11.955	11.012	18.934	21.671	22.930	28.752	41.357	40.191	48.236	52.848	49.150
Obligaciones subordinadas	3.712	2.028	1.415	1.381	1.642	1.672	1.763	1.922	2.165	2.065	2.647
Otros pasivos	6.997	6.569	5.685	5.099	6.792	7.695	9.740	13.159	14.213	17.644	25.688
<b>Patrimonio neto</b>	<b>26.086</b>	<b>21.950</b>	<b>23.879</b>	<b>26.918</b>	<b>33.014</b>	<b>36.819</b>	<b>41.380</b>	<b>48.335</b>	<b>57.552</b>	<b>70.117</b>	<b>90.820</b>

- (1) Incluye cuentas de garantías.
- (2) Valuación contable de balance (incluye todas las contrapartes).
- (3) No incluye intereses ni CER devengados.

Fuente: BCRA .

Cuadro 11: Préstamos de las entidades financieras (fin de período en millones de pesos, 2003-2012

Fin de período	Al sector privado				Total (pesos+dólares) (en mil. pesos)	
	en pesos		en dólares			
	Consumo (1)	Comerciales (2)	Total pesos	Total dólares		
ene-03	4.540	11.912	12.869	29.432	1.364	33.854
feb-03	4.469	11.714	12.749	29.932	1.309	33.242
mar-03	4.267	11.937	12.386	26.039	1.378	32.392
abr-03	4.102	11.250	12.061	27.413	1.370	31.386
may-03	4.086	11.248	11.754	27.096	1.376	30.990
jun-03	4.019	11.226	11.603	26.849	1.352	30.651
jul-03	3.987	11.093	11.469	26.516	1.338	30.262
ago-03	3.943	11.246	11.231	26.410	1.277	30.151
sep-03	4.133	11.467	11.041	26.642	1.266	30.266
oct-03	4.265	11.464	10.944	26.564	1.275	30.296
nov-03	4.366	11.620	10.972	26.976	1.305	30.944
dic-03	4.599	11.679	10.986	26.825	1.317	30.725
ene-04	4.773	11.362	10.473	26.607	1.302	30.379
feb-04	4.777	11.455	10.388	26.599	1.325	30.485
mar-04	4.866	11.963	10.277	27.107	1.279	30.816
abr-04	5.101	12.441	10.220	27.772	1.198	31.166
may-04	5.306	12.960	10.169	28.436	1.187	31.902
jun-04	5.271	13.745	10.158	29.474	1.221	31.008
jul-04	5.772	14.197	10.162	30.130	1.297	33.682
ago-04	5.931	14.574	10.212	30.716	1.306	34.095
sep-04	6.174	15.069	10.240	31.482	1.379	36.616
oct-04	6.629	16.702	10.224	32.555	1.391	38.686
nov-04	6.915	16.123	10.254	33.292	1.429	37.513
dic-04	7.264	16.514	10.330	34.108	1.522	38.633
ene-05	7.673	16.328	10.434	34.435	1.565	39.048
feb-05	7.910	16.463	10.480	34.853	1.622	39.584
mar-05	8.275	16.541	10.417	35.234	1.724	40.306
abr-05	8.548	17.066	10.487	36.101	1.824	41.393
may-05	8.911	17.742	10.580	37.233	1.856	42.601
jun-05	9.080	18.469	10.569	38.116	2.018	43.906
jul-05	9.458	18.937	10.534	38.929	2.265	45.429
ago-05	9.784	19.271	10.575	39.631	2.393	46.545
sep-05	10.336	19.681	10.572	40.569	2.439	47.690
oct-05	10.986	20.517	10.594	41.978	2.282	48.741
nov-05	11.508	21.465	10.778	43.741	2.271	50.480
dic-05	12.265	22.414	10.898	45.577	2.293	52.486
ene-06	13.088	22.673	11.059	46.821	2.331	53.821
feb-06	13.446	22.866	11.208	47.540	2.378	54.836
mar-06	13.982	22.981	11.303	48.247	2.526	56.017
abr-06	14.455	23.024	11.544	49.022	2.733	57.405
may-06	15.098	23.534	11.674	50.307	2.854	59.326
jun-06	15.845	24.433	11.917	52.195	3.077	61.673
jul-06	16.900	25.572	12.108	53.740	3.197	63.993
ago-06	16.596	26.059	12.417	55.132	3.321	65.357
sep-06	17.527	26.710	12.617	56.854	3.432	67.491
oct-06	18.375	27.644	12.866	58.986	3.544	69.985
nov-06	19.325	28.514	13.254	60.963	3.637	72.151
dic-06	20.298	29.188	13.500	62.977	3.672	74.214
ene-07	21.564	29.675	13.862	64.691	3.751	75.661
feb-07	22.592	29.712	14.210	65.914	3.880	77.051
mar-07	23.725	29.276	14.594	66.597	3.980	78.986
abr-07	25.134	29.827	14.940	68.200	4.095	80.359
may-07	26.909	30.217	15.353	70.109	4.184	82.398
jun-07	25.123	31.362	15.783	72.285	4.231	85.315
jul-07	25.699	32.955	16.838	74.932	4.387	86.976
ago-07	26.346	33.117	17.080	77.043	4.601	87.549
sep-07	26.301	33.533	17.893	79.642	4.809	84.642
oct-07	29.440	34.211	16.585	86.217	4.970	97.827
nov-07	30.674	35.123	19.153	85.196	5.066	101.077
dic-07	31.582	36.665	19.809	88.336	5.172	104.601

(1) Personales + Tarjetas, (2) Documentos + Adelantos + Otros, (3) Prendarios + Hipotecarios.

Fuente: BCRA .

**Cuadro 12: Obligaciones con el exterior del sector privado no financiero - por tipo de deuda en millones de dólares estadounidenses, 2001-2012**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>TOTAL</b>	<b>62.521</b>	<b>54.671</b>	<b>52.456</b>	<b>49.099</b>	<b>44.037</b>	<b>44.620</b>	<b>47.666</b>	<b>54.198</b>	<b>50.188</b>	<b>55.806</b>	<b>63.418</b>	<b>66.231</b>
<i>Deuda Financiera</i>	45.278	41.673	39.116	35.253	30.116	28.816	28.186	29.703	27.835	27.015	27.236	28.138
<i>Títulos de deuda</i>	14.191	14.973	14.561	13.083	10.786	9.827	8.917	7.829	6.594	6.818	6.789	6.184
<i>Préstamos Financieros</i>	30.069	25.977	23.710	20.933	17.737	17.571	16.963	18.913	18.118	17.376	16.866	17.170
<i>Otra Deuda Financiera</i>	1.018	723	845	1.236	1.593	1.417	2.306	2.962	3.123	2.821	3.581	4.784
<i>Anticipo y prefin. de exportaciones de bienes</i>	5.730	3.532	3.686	3.887	3.812	3.953	4.731	5.234	4.879	6.080	6.200	6.636
<i>Deuda por importaciones de bienes</i>	10.119	8.016	8.189	8.459	8.279	9.709	12.107	16.211	14.144	18.910	25.161	23.956
<i>Deuda por servicios</i>	1.394	1.450	1.464	1.500	1.830	2.143	2.642	3.050	3.330	3.801	4.820	7.502

Fuente: BCRA .

**Cuadro 13: Inversión Bruta Interna Fija: valores trimestrales en millones de pesos, a precios de 1993, 1993-2012**

Período		Inversión Bruta Interna Fija										
Año	Trimestre	Total	Construcción	Equipo Durable			Equipo Durable		Material			
				Equipo Durable	Eq. Durable Nacional	Eq. Durable Importado	Maquinaria y Equipo	Nacional	de Transport	Nacional	Importa	
1993		45.069	27.786	17.283	11.119	6.164	11.861	7.223	4.639	5.421	3.896	1.526
	I	37.325	24.145	13.180	8.745	4.435	9.418	5.980	3.438	3.762	2.765	997
	II	43.956	27.257	16.699	11.287	5.412	11.619	7.327	4.292	5.079	3.960	1.120
	III	48.221	29.298	18.923	12.124	6.799	12.654	7.782	4.872	6.269	4.343	1.927
	IV	50.776	30.445	20.330	12.319	8.011	13.755	7.802	5.953	6.576	4.517	2.059
1994		51.231	30.530	20.702	11.848	8.854	13.703	7.300	6.403	6.999	4.548	2.451
	I	45.580	27.225	18.355	9.900	8.455	13.126	6.482	6.643	5.230	3.418	1.812
	II	51.527	30.985	20.542	12.157	8.385	13.941	7.522	6.419	6.601	4.635	1.966
	III	53.182	31.296	21.886	12.800	9.086	13.606	7.555	6.050	8.280	5.244	3.036
	IV	54.637	32.613	22.024	12.535	9.489	14.140	7.640	6.500	7.883	4.895	2.989
1995		44.528	27.511	17.017	10.027	6.991	12.005	6.866	5.139	5.012	3.160	1.852
	I	46.129	28.151	17.978	10.081	7.897	12.383	6.568	5.815	5.594	3.513	2.082
	II	43.400	27.162	16.238	10.061	6.176	11.374	6.841	4.534	4.863	3.221	1.642
	III	44.020	27.349	16.670	10.162	6.508	11.546	7.062	4.484	5.125	3.100	2.024
	IV	44.565	27.381	17.184	9.802	7.382	12.717	6.995	5.722	4.467	2.807	1.660
1996		48.484	29.222	19.261	10.509	8.753	13.590	7.407	6.183	5.671	3.102	2.570
	I	41.460	25.974	15.486	8.591	6.895	11.505	6.368	5.137	3.981	2.223	1.758
	II	47.591	28.165	19.426	10.876	8.550	13.347	7.614	5.733	6.079	3.262	2.817
	III	51.558	30.824	20.733	11.392	9.341	14.141	7.828	6.313	6.592	3.564	3.028
	IV	53.327	31.927	21.400	11.176	10.225	15.366	7.818	7.548	6.034	3.358	2.676
1997		57.047	33.338	23.709	11.378	12.332	16.091	7.565	8.526	7.618	3.812	3.306
	I	48.511	29.181	19.330	9.204	10.126	13.157	6.365	6.792	6.173	2.839	3.384
	II	56.800	33.127	23.673	11.650	12.024	15.662	7.735	7.926	8.012	3.914	4.090
	III	60.489	35.015	25.474	12.089	13.385	17.226	7.782	9.444	8.248	4.307	3.941
	IV	62.390	36.031	26.360	12.567	13.792	18.320	8.379	9.941	8.040	4.189	3.851
1998		60.781	35.270	25.510	11.633	13.877	16.964	7.661	9.303	8.546	3.972	4.574
	I	57.077	32.639	24.438	10.828	13.611	16.810	7.354	9.456	7.629	3.474	4.156
	II	62.699	35.375	27.325	12.576	14.749	17.867	8.145	9.723	9.458	4.432	5.028
	III	62.903	36.822	26.082	11.965	14.117	16.704	7.762	8.942	9.377	4.203	5.174
	IV	60.443	36.247	24.196	11.162	13.034	16.474	7.382	9.092	7.722	3.780	3.942
1999		53.116	31.444	21.672	10.316	11.356	14.223	6.378	7.845	7.449	3.938	3.511
	I	48.384	29.338	19.046	9.022	10.025	13.274	6.353	6.920	5.773	2.668	3.104
	II	53.304	32.113	21.191	10.093	11.189	13.933	6.493	7.440	7.258	3.510	3.748
	III	54.758	31.264	23.494	10.969	12.525	14.591	6.113	8.479	8.903	4.856	4.047
	IV	56.019	33.062	22.957	11.272	11.685	15.095	6.552	8.542	7.862	4.719	3.143
2000		49.502	29.773	19.729	9.228	10.501	13.936	6.001	7.936	5.793	3.227	2.566
	I	45.938	28.040	17.898	8.565	9.333	12.358	5.326	7.032	5.540	3.239	2.301
	II	49.232	29.570	19.662	9.507	10.155	13.622	6.214	7.408	6.040	3.293	2.747
	III	50.995	30.200	20.795	9.197	11.598	15.106	5.935	9.171	5.689	3.262	2.427
	IV	51.843	31.280	20.563	9.643	10.920	14.660	6.528	8.133	5.903	3.115	2.787
2001		41.750	26.962	14.788	7.185	7.603	11.055	5.317	5.738	3.733	1.868	1.865
	I	41.580	26.144	15.436	7.027	8.410	11.502	5.123	6.379	3.934	1.904	2.031
	II	46.196	29.316	16.880	7.709	9.171	12.416	5.685	6.731	4.464	2.024	2.440
	III	42.220	27.553	14.667	7.206	7.461	10.856	5.206	5.651	3.811	2.001	1.810
	IV	37.002	24.833	12.168	6.798	5.370	9.446	5.254	4.191	2.722	1.543	1.719
2002		26.533	18.283	8.250	5.923	2.327	6.259	4.747	1.512	1.991	1.176	815
	I	22.719	15.658	7.061	4.760	2.301	5.237	3.634	1.603	1.824	1.126	699
	II	26.311	18.076	8.235	6.085	2.150	6.014	4.806	1.208	2.221	1.279	942
	III	26.714	18.686	8.028	5.853	2.175	6.419	4.839	1.580	1.609	1.014	595
	IV	30.388	20.713	9.675	6.993	2.682	7.366	5.709	1.658	2.309	1.285	1.024
2003		36.659	24.675	11.985	7.271	4.714	8.970	5.642	3.328	3.015	1.629	1.385
	I	27.659	19.008	8.651	5.742	2.909	6.438	4.544	1.894	2.213	1.198	1.016
	II	35.024	23.784	11.240	7.152	4.088	8.349	5.579	2.770	2.891	1.572	1.318
	III	38.707	26.263	12.444	7.218	5.226	9.229	5.549	3.680	3.215	1.669	1.546
	IV	45.248	29.644	15.604	8.972	6.632	11.862	6.895	4.967	3.742	2.077	1.665
2004		49.280	31.037	18.242	8.924	9.319	12.706	6.688	6.018	5.536	2.235	3.301
	I	45.571	26.152	15.419	7.463	7.956	10.112	5.607	4.506	5.307	1.856	3.451
	II	47.908	30.555	17.354	9.005	8.349	12.063	6.568	5.494	5.293	2.437	2.854
	III	51.702	32.262	19.441	9.199	10.242	13.450	6.872	6.578	5.991	2.327	3.664
	IV	55.936	35.181	20.755	10.028	10.728	15.199	7.706	7.493	5.557	2.322	3.353
2005		60.458	37.386	23.073	10.446	12.627	15.511	7.516	7.995	7.562	2.930	4.632
	I	47.159	29.192	17.967	8.202	9.765	12.192	5.834	6.359	5.774	2.368	3.406
	II	59.863	36.495	23.368	10.295	13.072	14.806	7.229	7.577	8.561	3.066	4.486
	III	63.851	39.675	24.176	10.661	13.515	16.801	7.670	9.131	7.376	2.991	4.981
	IV	70.961	44.180	26.781	12.627	14.154	18.246	9.333	8.913	8.535	3.294	5.241
2006		71.438	44.289	27.150	11.712	15.437	18.452	8.330	10.123	8.697	3.383	5.315
	I	57.963	35.630	22.333	9.384	12.949	15.201	6.512	8.689	7.132	2.872	4.260
	II	71.050	44.973	26.077	11.440	14.636	17.501	8.034	9.467	8.575	3.406	5.170
	III	77.256	47.448	29.808	11.874	17.934	19.978	8.481	11.497	9.830	3.393	6.437
	IV	79.484	49.103	30.380	14.151	16.229	21.128	10.291	10.837	9.252	3.860	5.392
2007		81.187	47.899	33.288	13.216	20.073	22.358	9.220	13.138	10.930	3.995	6.935
	I	65.878	38.565	27.313	10.367	16.946	18.250	7.112	11.138	9.062	3.255	5.808
	II	80.037	48.226	31.812	12.957	18.854	21.645	8.983	12.663	10.166	3.975	6.192
	III	87.287	50.538	36.750	13.294	23.456	24.726	9.358	15.369	12.023	3.937	8.087
	IV	91.547	54.268	37.280	16.243	21.036	24.811	11.428	13.383	12.468	4.815	7.653
2008		88.553	49.853	38.700	13.947	24.753	25.363	9.741	15.621	13.337	4.206	9.131
	I	79.279	42.475	36.804	12.001	24.803	22.696	8.086	14.610	14.108	3.915	10.194
	II	91.080	51.789	39.291	14.299	24.992	26.179	9.601	16.578	13.112	4.698	8.414
	III	94.665	51.956	42.709	14.750	27.959	28.485	10.172	18.313	14.225	4.578	9.646
	IV	89.188	53.193	35.995	14.738	21.257	24.091	11.107	12.985	11.903	3.631	8.272
2009		79.527	48.081	31.446	13.005	18.441	21.708	9.527	12.181	9.738	3.478	6.260
	I	68.030	41.479	26.550	11.130	15.520	19.459	8.133	11.325	7.092	2.997	4.095
	II	81.314	49.313	32.001	13.688	18.313	21.610	10.273	11.337	10.390	3.415	6.976
	III	82.614	48.994	33.621	13.402	20.219	23.675	9.876	13.798	9.946	3.526	6.420
	IV	86.151	52.537	33.614	13.802	19.812	22.089	9.825	12.264	11.525	3.977	7.548
2010		96.409	52.029	44.380	15.661	28.719	28.726	11.006	17.720	15.655	4.656	10.998
	I	76.918	43.593	33.325	11.498	21.828	20.352	8.018	12.333	12.975	3.481	9.494
	II	96.680	53.322	43.358	16.512	26.845	28.100	11.712	16.388	15.258	4.800	10.457
	III	104.586	52.331	52.255	17.503	34.752	34.679	12.713	21.965	17.576	4.789	12.787
	IV	107.453	58.871	48.582	17.133	31.449	31.773	11.579	20.194	16.809	5.555	11.255
2011		112.366	56.358	56.008	18.651	37.357	36.870	12.943	23.927	19.138	5.709	13.430
	I	91.899	47.448	44.450	14.217	3						

**Cuadro 14: Oferta y demanda Globales: valores trimestrales en millones de pesos a precios de 1993, 1993-2003**

Período		Oferta Global		Demanda Global				Discrepancia Estadística y Variación de Existencias
Año	Trimestre	PIB a precios de mercado	Importaciones de bienes y servicios	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión Bruta Interna Fija	Exportaciones de bienes y servicios	
1993		<b>236.505</b>	<b>22.028</b>	<b>163.676</b>	<b>31.953</b>	<b>45.069</b>	<b>16.341</b>	<b>1.494</b>
	I	216.370	20.089	152.148	28.507	37.325	15.396	3.083
	II	241.872	19.958	166.026	32.816	43.956	17.483	1.549
	III	242.646	23.116	166.668	33.440	48.221	16.427	1.006
	IV	245.132	24.947	169.860	33.048	50.776	16.058	338
1994		<b>250.308</b>	<b>26.682</b>	<b>173.608</b>	<b>32.095</b>	<b>51.231</b>	<b>18.840</b>	<b>1.215</b>
	I	232.945	27.125	164.965	29.309	45.580	16.281	3.935
	II	257.477	25.614	177.235	32.625	51.527	19.756	1.948
	III	253.468	26.869	174.510	33.287	53.182	19.584	-227
	IV	257.342	27.121	177.722	33.158	54.637	19.740	-794
1995		<b>243.186</b>	<b>24.066</b>	<b>166.008</b>	<b>32.339</b>	<b>44.528</b>	<b>23.085</b>	<b>1.292</b>
	I	237.968	26.841	164.321	28.422	46.129	21.340	4.597
	II	248.094	22.176	166.567	32.937	43.400	26.472	894
	III	242.215	22.906	164.277	32.822	44.020	22.734	1.268
	IV	244.468	24.340	168.867	35.174	44.565	21.794	-1.592
1996		<b>256.626</b>	<b>28.284</b>	<b>175.196</b>	<b>33.041</b>	<b>48.484</b>	<b>24.850</b>	<b>3.340</b>
	I	236.566	25.584	164.312	29.323	41.460	21.991	5.064
	II	260.752	26.399	175.592	33.526	47.591	25.888	4.555
	III	262.167	30.598	177.727	33.846	51.558	26.009	3.626
	IV	267.020	30.556	183.153	35.467	53.327	25.513	116
1997		<b>277.441</b>	<b>35.884</b>	<b>190.922</b>	<b>34.104</b>	<b>57.047</b>	<b>27.876</b>	<b>3.375</b>
	I	256.388	32.680	177.490	29.914	48.511	25.144	8.010
	II	281.770	34.175	191.311	34.961	56.800	29.383	3.489
	III	284.092	38.589	195.506	34.107	60.489	29.090	3.490
	IV	287.515	38.093	199.384	37.435	62.390	27.887	-1.487
1998		<b>288.123</b>	<b>38.904</b>	<b>197.557</b>	<b>35.249</b>	<b>60.781</b>	<b>30.838</b>	<b>2.603</b>
	I	271.702	38.207	187.197	30.365	57.077	27.854	7.416
	II	301.208	39.126	202.675	36.015	62.699	34.144	4.800
	III	293.315	41.379	200.922	36.983	62.903	32.623	1.263
	IV	286.268	36.904	199.434	37.634	60.443	28.729	-3.069
1999		<b>278.369</b>	<b>34.521</b>	<b>193.610</b>	<b>36.173</b>	<b>53.116</b>	<b>30.449</b>	<b>-459</b>
	I	265.025	33.821	185.463	31.328	48.384	27.991	5.680
	II	286.412	32.086	195.463	36.596	53.304	33.051	83
	III	278.473	36.499	194.458	37.668	54.758	30.903	-2.814
	IV	283.566	35.676	199.054	39.101	56.019	29.851	-4.783
2000		<b>276.173</b>	<b>34.466</b>	<b>192.332</b>	<b>36.382</b>	<b>49.502</b>	<b>31.272</b>	<b>1.150</b>
	I	264.556	34.191	186.315	31.651	45.938	28.976	5.867
	II	285.275	33.272	195.339	36.689	49.232	34.029	3.259
	III	276.768	35.681	193.973	38.276	50.995	31.357	-2.152
	IV	278.092	34.720	193.703	38.913	51.843	30.725	-2.373
2001		<b>263.997</b>	<b>29.659</b>	<b>181.290</b>	<b>35.629</b>	<b>41.750</b>	<b>32.129</b>	<b>2.858</b>
	I	259.200	34.455	182.900	31.806	41.580	29.178	8.189
	II	284.796	31.885	191.298	36.843	46.196	35.590	6.754
	III	263.127	29.292	181.091	37.469	42.220	33.135	-1.497
	IV	248.865	23.006	169.871	36.399	37.002	30.612	-2.013
2002		<b>235.236</b>	<b>14.812</b>	<b>155.267</b>	<b>33.820</b>	<b>26.533</b>	<b>33.123</b>	<b>1.305</b>
	I	216.849	14.677	148.507	29.414	22.719	30.822	64
	II	246.315	14.028	158.476	35.293	26.311	35.036	5.228
	III	237.417	14.783	156.094	34.922	26.714	34.260	210
	IV	240.361	15.760	157.992	35.652	30.388	32.372	-282
2003		<b>256.023</b>	<b>20.376</b>	<b>167.951</b>	<b>34.314</b>	<b>36.659</b>	<b>35.108</b>	<b>2.367</b>
	I	228.596	16.875	153.188	29.351	27.659	32.380	2.893
	II	265.402	19.110	169.567	36.594	35.024	37.788	5.539
	III	261.535	21.609	172.254	35.568	38.707	36.102	512
	IV	268.561	23.911	176.794	35.743	45.248	34.164	523

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.



**Cuadro 15: Oferta y demanda Globales: valores trimestrales en millones de pesos a precios de 1993, 2004-2012**

Período		Oferta Global		Demanda Global				Discrepancia Estadística y Variación de Existencias
Año	Trimestre	PIB a precios de mercado	Importaciones de bienes y servicios	Consumo Privado	Consumo Público	Inversión Bruta Interna Fija	Exportaciones de bienes y servicios	
2004		<b>279.141</b>	<b>28.551</b>	<b>183.906</b>	<b>35.247</b>	<b>49.280</b>	<b>37.957</b>	<b>1.304</b>
	I	254.330	26.292	171.056	29.591	41.571	34.870	3.533
	II	284.376	27.230	183.635	36.310	47.908	37.730	6.022
	III	284.392	29.858	187.558	37.029	51.702	39.416	-1.455
	IV	293.467	30.826	193.374	38.056	55.936	39.813	-2.886
2005		<b>304.764</b>	<b>34.301</b>	<b>200.317</b>	<b>37.403</b>	<b>60.458</b>	<b>43.083</b>	<b>-2.196</b>
	I	274.595	30.410	184.976	31.239	47.159	40.648	982
	II	313.927	35.330	203.729	38.281	59.863	43.953	3.431
	III	310.593	35.183	203.815	39.459	63.851	44.719	-6.069
	IV	319.939	36.283	208.747	40.632	70.961	43.011	-7.128
2006		<b>330.565</b>	<b>39.575</b>	<b>215.882</b>	<b>39.365</b>	<b>71.438</b>	<b>46.242</b>	<b>-2.786</b>
	I	298.696	35.824	200.566	33.817	57.963	43.268	-1.094
	II	338.244	37.722	219.462	40.510	71.050	45.716	-773
	III	337.742	42.282	218.510	40.688	77.256	47.481	-3.911
	IV	347.579	42.474	224.989	42.445	79.484	48.502	-5.366
2007		<b>359.170</b>	<b>47.685</b>	<b>235.241</b>	<b>42.341</b>	<b>81.187</b>	<b>50.446</b>	<b>-2.360</b>
	I	322.449	43.220	218.516	35.985	65.878	47.162	-1.871
	II	367.492	44.852	238.547	43.361	80.037	49.701	698
	III	367.539	50.293	237.976	43.807	87.287	51.287	-2.525
	IV	379.200	52.377	245.924	46.213	91.547	53.635	-5.743
2008		<b>383.444</b>	<b>54.406</b>	<b>250.629</b>	<b>45.261</b>	<b>88.553</b>	<b>51.030</b>	<b>2.378</b>
	I	349.945	52.782	236.762	38.372	79.279	50.055	-1.741
	II	396.227	55.888	256.322	46.709	91.080	48.927	9.077
	III	393.039	57.049	254.163	46.538	94.665	57.518	-2.797
	IV	394.565	51.907	255.269	49.425	89.188	47.619	4.972
2009		<b>386.704</b>	<b>44.055</b>	<b>251.763</b>	<b>48.535</b>	<b>79.527</b>	<b>47.761</b>	<b>3.173</b>
	I	357.096	40.022	240.313	40.991	68.030	44.130	3.656
	II	393.181	41.175	251.708	49.638	81.314	50.622	1.075
	III	391.679	45.235	252.454	50.302	82.614	47.493	4.051
	IV	404.861	49.788	262.577	53.209	86.151	48.800	3.912
2010		<b>422.130</b>	<b>59.024</b>	<b>274.396</b>	<b>53.097</b>	<b>96.409</b>	<b>54.734</b>	<b>2.517</b>
	I	381.222	52.056	257.804	44.415	76.918	45.975	8.165
	II	439.767	55.816	272.151	56.064	96.680	59.846	10.842
	III	425.323	62.151	274.854	54.601	104.586	60.700	-7.267
	IV	442.209	66.071	292.773	57.309	107.453	52.415	-1.671
2011		<b>459.571</b>	<b>69.527</b>	<b>303.623</b>	<b>58.881</b>	<b>112.366</b>	<b>57.064</b>	<b>-2.837</b>
	I	419.023	62.681	286.936	48.822	91.899	49.228	4.819
	II	479.964	69.740	303.565	62.728	119.730	60.117	3.564
	III	464.883	73.127	305.385	60.211	121.794	62.760	-12.141
	IV	474.415	72.560	318.608	63.764	116.041	56.151	-7.590
2012		<b>468.301</b>	<b>65.887</b>	<b>317.075</b>	<b>62.723</b>	<b>106.905</b>	<b>53.277</b>	<b>-5.790</b>
	I	440.884	63.590	307.159	53.197	94.507	51.309	-1.698
	II	479.966	59.996	316.298	67.006	101.737	54.386	536
	III	468.141	68.918	311.929	63.597	117.519	58.276	-14.261
	IV	484.213	71.044	332.913	67.090	113.856	49.136	-7.739

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

Cuadro 16: Producto interno bruto, millones de pesos a precios de 1993 (1993-2001)

Periodo		SECTORES PRODUCTORES DE BIENES										SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS										VALOR AGREGADO		PRODUCTO INTERNO BRUTO																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																												
Año	Temperatura	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	Explotación de minas y canteras	Industria manufacturera	Suministro de electricidad, gas y agua	Construcción	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración pública y defensa	Educación, salud y servicios sociales	Comunidades, cultura, recreación y servicios	SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS	Financiamiento	Intermedación	SECTORES PRODUCTORES DE BIENES	Comercio mayorista y minorista	Hoteles y restaurantes	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Intermedación financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler</

**Cuadro 17: Producto interno bruto, millones de pesos a precios de 1993 (2002-2012)**

[illegible]

Fuente: INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

**Cuadro 18: Balanza de Pagos, millones de dólares estadounidenses, 1992-2012**

Cuenta corriente	Años																				
	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Cuenta corriente</b>	-5.558	-8.209	-10.981	-5.104	-6.755	-12.116	-14.465	-11.910	-8.955	-3.780	8.767	8.140	3.212	5.274	7.768	7.354	6.756	10.995	1.360	-2.173	-57
<b>Mercancías</b>																					
Exportaciones fob	-1.396	-2.364	-4.139	2.357	1.760	-2.123	-3.097	-795	2.452	7.385	17.178	16.805	13.265	13.087	13.958	13.456	15.423	18.526	14.266	12.925	15.372
Importaciones fob	12.399	13.269	16.023	21.162	24.043	26.431	26.434	23.309	26.341	26.543	25.651	29.939	34.576	40.387	46.546	55.980	70.019	55.672	68.134	84.051	80.927
Importaciones fob	13.795	15.633	20.162	18.804	22.283	28.554	29.531	24.103	23.889	19.158	8.473	13.134	21.311	27.300	32.588	42.525	54.596	37.146	53.868	71.126	65.556
<b>Servicios</b>																					
Exportaciones de servicios	-2.557	-3.326	-3.779	-3.436	-3.547	-4.385	-4.444	-4.111	-4.284	-3.863	-1.460	-1.193	-1.331	-992	-501	-513	-1.284	-1.285	-1.160	-2.134	-3.581
Importaciones de servicios	2.984	3.071	3.364	3.826	4.405	4.599	4.854	4.719	4.936	4.627	3.495	4.500	5.288	6.634	8.023	10.363	12.156	10.967	13.648	15.670	15.076
Importaciones de servicios	5.542	6.396	7.143	7.262	7.952	8.984	9.298	8.830	9.219	8.490	4.956	5.693	6.619	7.626	8.523	10.876	13.440	12.252	14.808	17.804	18.657
<b>Rentas</b>																					
Renta de la inversión	-2.394	-3.072	-3.561	-4.622	-5.450	-6.123	-7.387	-7.457	-7.522	-7.727	-7.491	-7.975	-9.283	-7.305	-6.150	-5.942	-7.552	-8.955	-11.341	-12.400	-11.452
Intereses	-2.405	-3.083	-3.571	-4.635	-5.460	-6.119	-7.383	-7.468	-7.530	-7.731	-7.466	-7.950	-9.244	-7.254	-6.090	-5.870	-7.494	-8.887	-11.279	-12.348	-11.397
Intereses	-1.480	-1.581	-1.772	-2.541	-3.380	-4.199	-5.090	-5.852	-5.921	-7.473	-7.696	-7.317	-6.956	-3.359	-1.151	-629	-1.400	-2.260	-2.687	-3.164	-3.152
Crédito	2.014	2.027	3.002	3.834	3.973	3.973	5.257	5.477	6.431	4.689	2.653	2.615	2.818	3.238	3.993	5.072	4.205	2.140	1.718	1.881	1.584
Débito	3.494	3.609	4.774	6.375	7.353	8.826	10.347	11.329	12.352	12.162	10.349	9.932	9.774	6.598	5.143	5.701	5.605	4.400	4.404	5.045	4.736
<b>Utilidades y Dividendos</b>																					
Crédito	-924	-1.501	-1.799	-2.094	-2.080	-1.920	-2.293	-1.616	-1.609	-258	230	-633	-2.287	-3.895	-4.939	-5.241	-6.094	-6.627	-8.593	-9.184	-8.245
Débito	335	489	460	525	461	857	869	598	978	635	350	451	861	1.023	1.638	1.487	1.324	1.292	941	1.226	618
Débito	1.259	1.990	2.259	2.619	2.541	2.777	3.162	2.213	2.588	893	120	1.084	3.149	4.917	6.577	6.728	7.418	7.919	9.534	10.410	8.863
Otras Rentas	11	11	11	12	10	-4	-5	11	8	4	-25	-26	-39	-51	-60	-72	-58	-68	-62	-52	-55
<b>Transferencias corrientes</b>	789	552	497	597	482	515	464	453	399	424	540	504	561	484	459	353	170	2.710	-405	-565	-395
<b>Cuenta capital y financiera</b>	9.169	14.196	13.781	7.701	12.249	17.709	18.354	13.772	8.732	-5.442	-11.404	-3.173	1.574	3.472	-5.401	5.680	-7.809	-9.313	3.403	357	-1.630
<b>Cuenta capital</b>																					
Activos no financieros no producidos	16	16	18	14	51	66	73	149	106	157	406	70	196	89	97	121	181	74	89	62	49
Activos no financieros no producidos	16	16	18	14	51	66	73	149	106	157	406	70	196	89	97	121	181	74	89	62	49
<b>Cuenta financiera</b>	9.153	14.180	13.764	7.687	12.198	17.643	18.281	13.623	8.626	-5.598	-11.810	-3.243	1.378	3.383	-5.498	5.559	-7.990	-9.387	3.314	295	-1.679
<b>Sector Bancario</b>	1.305	-1.695	1.999	4.692	-197	-909	3.505	1.330	67	11.588	-2.573	-3.001	-3.097	-4.356	-10.508	1.583	1.733	-969	-2.679	6.900	-1.649
BCRA	288	-3.064	444	1.922	1.003	-586	-512	-1.033	762	10.743	-1.808	-868	-1.990	-2.922	-10.400	1.493	1.823	-1.404	-2.910	5.000	-2.000
Otras entidades financieras	1.017	1.369	1.555	2.770	-1.200	-323	4.017	2.363	-695	845	-765	-2.133	-1.107	-1.434	-108	90	-90	434	231	1.900	351
<b>Sector Público no Financiero</b>	796	7.014	3.994	5.855	9.024	8.163	9.361	10.886	8.253	-3.388	3.618	4.641	4.974	3.428	3.437	2.404	-517	-732	2.459	-2.250	-3.950
Gobierno Nacional	1.352	6.376	4.367	6.325	8.755	6.806	9.525	10.108	7.409	-2.926	3.683	4.739	5.043	3.344	2.957	2.158	-298	-632	736	-3.353	-4.174
Gobiernos Locales	43	879	190	394	733	1.733	149	1.364	1.276	-59	237	167	191	334	809	448	-102	-65	1.784	1.163	260
Empresas y otros	-599	-241	-563	-864	-464	-376	-313	-586	-433	-404	-302	-265	-260	-251	-329	-202	-117	-35	-61	-61	-36
<b>Sector Privado No Financiero</b>	7.053	8.861	7.771	-2.860	3.371	10.389	5.414	1.407	305	-13.798	-12.856	-4.882	-499	4.311	1.573	1.572	-9.206	-7.685	3.534	-4.356	3.921
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	-337	-1.737	-2.118	-2.699	-1.611	-2.321	-451	-662	-216	-2.861	-1.878	-1.387	533	111	1.163	63	1.062	-336	-606	-4.291	-1.618
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	3.274	4.250	682	-102	3.882	3.273	3.438	1.201	-439	-12.083	-4.516	3.581	5.319	8.857	3.530	13.098	9	1.346	4.157	-6.108	-3.305
Reservas Internacionales del BCRA	3.105	4.480	561	-69	3.782	3.062	3.442	1.093	-424	-12.005	-4.437	3.643	5.527	8.431	3.960	14.139	210	1.582	4.222	-5.814	-3.086
Ajuste por tipo de pase	-169	230	-121	33	-100	-211	4	-108	15	79	79	62	208	-426	430	1.041	201	235	65	294	219
<b>ITEM DE MEMORANDUM</b>																					
Importaciones CIF	14.982	16.872	21.675	20.200	23.855	30.450	31.377	25.508	25.281	20.320	8.990	13.851	22.445	28.687	34.154	44.708	57.463	38.786	56.502	74.319	68.508

Fuente: INDEC.

**Cuadro 19: Generación del ingreso total en la economía, en millones de pesos a precios corrientes, 1992-2012**

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
	en millones de pesos a precios corrientes														
<b>PIB a precios corrientes de mercado</b>	<b>236.505</b>	<b>257.440</b>	<b>258.032</b>	<b>272.150</b>	<b>292.859</b>	<b>298.948</b>	<b>283.523</b>	<b>284.204</b>	<b>268.697</b>	<b>312.580</b>	<b>375.909</b>	<b>447.643</b>	<b>531.939</b>	<b>654.439</b>	<b>812.456</b>
(-) Impuestos sobre los productos ( IVA e Impuestos sobre las importaciones)	18.707	20.134	19.420	21.050	23.301	23.599	21.049	20.985	17.808	17.776	24.310	35.337	42.153	54.183	72.140
<b>(=) Valor Agregado Bruto (VAB) a precios corrientes de productor</b>	<b>217.798</b>	<b>237.306</b>	<b>238.612</b>	<b>251.100</b>	<b>269.558</b>	<b>275.350</b>	<b>262.474</b>	<b>263.219</b>	<b>250.889</b>	<b>294.804</b>	<b>351.599</b>	<b>412.306</b>	<b>489.786</b>	<b>600.256</b>	<b>740.316</b>
(-) Otros impuestos sobre los productos (específicos, Ingresos brutos y exportaciones)	9.513	10.163	9.521	10.177	12.113	12.511	12.055	12.053	13.677	22.048	30.993	37.499	45.019	54.924	69.560
<b>(=) VAB a precios corrientes básicos (VAB)pb</b>	<b>208.285</b>	<b>227.143</b>	<b>229.091</b>	<b>240.923</b>	<b>257.445</b>	<b>262.838</b>	<b>250.419</b>	<b>251.166</b>	<b>237.211</b>	<b>272.756</b>	<b>320.606</b>	<b>374.808</b>	<b>444.767</b>	<b>545.332</b>	<b>670.756</b>
Remuneración al trabajo asalariado (RTA)	93.099	93.558	91.574	90.376	95.547	100.657	101.934	101.708	99.769	94.493	109.833	135.354	171.365	226.062	288.040
EBE	115.186	133.585	137.518	150.547	161.898	162.181	148.484	149.458	137.442	178.263	210.773	239.454	273.403	319.270	382.716
Ingreso mixto bruto (IMB)	45.044	44.473	41.775	40.587	41.572	42.666	41.535	41.135	38.332	36.642	43.247	51.789	61.999	73.431	75.010
Excedente de explotación bruto (EEB)	70.142	89.112	95.743	109.960	120.326	119.515	106.949	108.324	99.110	141.621	167.525	187.666	211.403	245.839	307.707
	Porcentaje														
<b>VAB a precios corrientes básicos</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>
Participación de la RTA en el VABpb	44,7	41,2	40,0	37,5	37,1	38,3	40,7	40,5	42,1	34,6	34,3	36,1	38,5	41,5	42,9
Participación del IMB en el VABpb	21,6	19,6	18,2	16,8	16,1	16,2	16,6	16,4	16,2	13,4	13,5	13,8	13,9	13,5	11,2
Participación del EEB en el VABpb	33,7	39,2	41,8	45,6	46,7	45,5	42,7	43,1	41,8	51,9	52,3	50,1	47,5	45,1	45,9

Fuente: INDEC.

## Bibliografía

---

- Administración nacional de la seguridad social (2011). Fondo de garantía de sustentabilidad del sistema integrado previsional argentino. Informe mensual, Buenos Aires: Anses. Recuperado de [http://www.fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Boletin\\_FGS\\_11\\_2011.pdf](http://www.fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/Boletin_FGS_11_2011.pdf).
- Administración nacional de la seguridad social (2012). Fondo de garantía de sustentabilidad del sistema integrado previsional argentino. Informe trimestral, Buenos Aires: Anses. Recuperado de <http://www.fgs.anses.gob.ar/archivos/secciones/516708b5dd988.pdf>.
- Alfini, F. (2013). *Programas y Beneficios para la Industria Argentina. Guía 2013*. Buenos Aires: Ministerio de Industria de la Nación/PNUD.
- Álvarez Peralta, I. (2013). *Financiarización, nuevas estrategias empresariales y dinámica salarial: el caso de Francia entre 1980-2010*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales, Departamento de Economía Aplicada I.
- Arceo, N., González, M., Mendizábal, N., y Basualdo, E. (2010). *La economía argentina de la posconvertibilidad en tiempos de crisis mundial*. Buenos Aires: Atuel.
- Arrizabalo Montoro, X., editor (1997). *Crisis y ajuste en la economía mundial: implicaciones y significado de las políticas del FMI y el BM*. Madrid: Editorial Síntesis.
- Arrizabalo Montoro, X. (2014). *Capitalismo y economía mundial*. Madrid: Instituto Marxista de Economía (IME), (ARCIS) y (UdeC).
- Astarita, R. (2008). Crítica de la tesis de la financiarización. Recuperado de [http://www.rolandoastarita.com/dt-Critica %20tesis %20de %20la %20financiarizacon.htm](http://www.rolandoastarita.com/dt-Critica%20tesis%20de%20la%20financiarizacon.htm).
- Auditoría General de la Nación (2009). Informe de estudio especial de la deuda pública. Recuperado de [http://www.agn.gov.ar/files/informes/2015\\_084info.pdf](http://www.agn.gov.ar/files/informes/2015_084info.pdf).
- Azpiazú, D. y Basualdo, E. (2004). *Las privatizaciones en la Argentina. Génesis, desarrollo y principales impactos estructurales*. Buenos Aires: Facultad Latinoamericana de Ciencias Sociales (FLACSO)-Sede Argentina. Recuperado de <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/ar/libros/argentina/flacso/azpiazu.pdf>.

- Banco Central de la República Argentina (2002-2012b). *Estados Contables*. Buenos Aires: BCRA. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Publicaciones/pubbal060215.asp>.
- Banco Central de la República Argentina (2002-2012d). *Informe trimestral de evolución del Mercado Cambiario*. Buenos Aires: BCRA. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Estadisticas/estser030501.asp>.
- Banco Central de la República Argentina (2012a). *Boletín de estabilidad financiera*. Buenos Aires: BCRA. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar>.
- Banco Central de la República Argentina (Diciembre 2012c). *Informe sobre Bancos*. Buenos Aires: BCRA. Recuperado de <http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/Publicaciones/InfBanc1212.pdf>.
- Basualdo, E. (1987). *Deuda externa y poder económico en la Argentina*. Buenos Aires: Editorial Nueva America.
- Basualdo, E. (2000). *Concentración y centralización del capital en la Argentina durante la década de los noventa: una aproximación a través de la reestructuración económica y el comportamiento de los grupos económicos y los capitales extranjeros*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.
- Basualdo, E. (2006). *Estudios de historia económica argentina: desde mediados del siglo XX a la actualidad*. Buenos Aires: Siglo XXI.
- Basualdo, E. (2008). El agro pampeano: sustento económico y social del actual conflicto en la argentina. *Cuadernos del CENDES*, 25(68):29–54.
- Basualdo, E. y Kulfas, M. (2000). Fuga de capitales y endeudamiento externo en la argentina. *Realidad económica*, 173:76–103.
- Basualdo, E. M. (2011). *Sistema político y modelo de acumulación: tres ensayos sobre la Argentina actual*. Buenos Aires: Cara o Ceca.
- Bellamy Foster, J. y Magdoff, F. (2009). *La gran crisis financiera: causas y consecuencias*. Madrid: Fondo de Cultura Económica.
- Bellina Yrigoyen, J. (2000). Fondos de pensión, mercado de capitales y déficit público. *Invenio: Revista de investigación académica*, (4):87–96.
- Bercovich, A. y Rebossio, A. (2013). *Estoy verde. Dólar, una pasión argentina*. Buenos Aires: Editorial Aguilar.
- Bordón, M. (2011). El papel de las finanzas en la dinámica económica argentina entre 1976 y 2001. *Papeles de Europa*, 22:103–137.
- Borzel, M. (2005). El manejo de la cuenta capital: enseñanzas recientes y desafíos para argentina. Documento de trabajo 7, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina).

- Bresser Pereira, L. C. (2007). Estado y mercado en el nuevo desarrollismo. *Nueva Sociedad*, (210):110–125.
- Capello, M. y Grión, N. (2010). Los resultados de la política de desendeudamiento. *IERAL, Fundació Mediterrànea - Monitor fiscal*, Año 5(13).
- CENDA (2010). *La anatomía del nuevo patrón de crecimiento y la encrucijada actual: La economía argentina en el período 2002-2010*. Buenos Aires: Atuel.
- Cetrángolo, O. y Grushka, C. O. (2004). Sistema previsional argentino: crisis, reforma y crisis de la reforma. Serie financiamiento del desarrollo 151, CEPAL-United Nations Publications.
- Chesnais, F. (2003a). ¿ Crisis financieras o indicios de crisis económicas características del régimen de acumulación actual? En Chesnais, F. y Plihon, D., editores, *Las trampas de las finanzas mundiales: diagnósticos y remedios*, pp. 41–58. Madrid: Edicions Akal.
- Chesnais, F. (2003b). La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes. *Revista de economía crítica*, 1:37–72.
- Chesnais, F. (2008). El fin de un ciclo: alcance y rumbo de la crisis financiera. *Filosofía, política y economía en el Laberinto*, (26-27):69–86.
- Chesnais, F. (2009). La preeminencia de las finanzas en el seno del “capital en general”, el capital ficticio y el movimiento contemporáneo de mundialización del capital. En Brunhoff, S., Chesnais, F., Duménil, G., Husson, M., y Lévy, D., editores, *Las finanzas capitalistas. Para comprender la crisis mundial*, pp. 79–150. Buenos Aires: Ediciones Herramienta.
- Chesnais, F., de Brunhoff, S., Campagnoli, M., y Vera, L. (2001). *La mundialización financiera: génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- Cibils, A. y Allami, C. (2013). Financialisation vs. development finance: the case of the post-crisis argentine banking system. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, (13). Recuperado de <http://regulation.revues.org/10136>.
- Cobe, L. (2009). *La salida de la convertibilidad: Los bancos y la pesificación*. Buenos Aires: Capital Intelectual.
- Comisión Especial Investigadora de la cámara de los Diputados (2005). *Fuga de divisas en la Argentina*. Buenos Aires: FLACSO, Siglo XXI Editores.
- Curia, E. L. (2011). *El modelo de desarrollo en Argentina: los riesgos de una dinámica pendular*. Buenos Aires: Fondo de Cultura Económica.
- Damill, M., Frenkel, R., y Rapetti, M. (Jul.-Sep.,2005). La deuda argentina: Historia, default y reestructuración. *Desarrollo Económico*, 45(178):187 233.



- Damill, M., Salvatore, N., y Simpson, L. (2003a). *Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino.I) Las relaciones financieras en la economía argentina en los años 90*. Buenos Aires: Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina (CESPA).
- Damill, M., Salvatore, N., y Simpson, L. (2003b). *Diagnóstico y perspectivas del sistema financiero argentino.II) El sistema financiero de la Argentina bajo el régimen de convertibilidad y la transición a un nuevo modelo de intermediación*. Buenos Aires: Centro de Estudios de la Situación y Perspectivas de la Argentina (CESPA).
- Demir, F. (2007). Private investment, portfolio choice and financialization of real sectors in emerging markets. Working Paper 3835, MPRA. Recuperado de <http://mpa.ub.uni-muenchen.de/3835/>.
- Di Lorenzo, J. L. (2003). *Mundialización financiera y fondos de pensión: Argentina como caso ejemplar*. Instituto para el Modelo Argentino.
- Diamand, M. (1985). *El péndulo argentino:¿Hasta cuándo?* CERE, Centro de Estudios de la Realidad Económica.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2001). Costs and benefits of neoliberalism. a class analysis. *Review of International Political Economy*, 8(4):578–607.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2007). *Crisis y Salidad de la Crisis: Orden y Desorden Neoliberales*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2009). Las finanzas capitalistas: relaciones de producción y relaciones de clase. En Brunhoff, S. d., Chesnais, F., Duménil, G., Husson, M., y Lévy, D., editores, *Las finanzas capitalistas. Para comprender la crisis mundial*, pp. 151–203. Buenos Aires: Ediciones Herramienta.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2011). *La crisis del noeoliberalismo*. Madrid: Ediciones Lengua de Trapo.
- Eskenazi, M. (2009). Viejos–nuevos"modelos": La acumulación de capital en la argentina de la posconvertibilidad y sus consecuencias para la clase trabajadora. *Contribución a la Crítica*, (4):71–111.
- Evans, T. (2000). Una perspectiva sobre las teorías marxistas del dinero crediticio y el capital. En Arriola, J. y Guerrero, D., editores, *La nueva economía política de la globalización*, pp. 93–128. Bilbao: Universidad del País Vasco, Servicio Editorial.
- Fernández, D. A. (2009). Sobre la relevancia de importantes herramientas financieras en la financiación de las cosechas. En *XV Jornadas de Epistemología de las Ciencias Económicas*.
- Fernández, V., Lauxmann, C., y Tealdo, J. (Jul.-Sep., 2012). Systems of banking and production in argentina. *Problemas del Desarrollo*, 43(170). Recuperado de <http://www.probdes.iiec.unam.mx>.

- Ferreira, E. y Schorr, M. (2013). La industria textil y de indumentaria en la Argentina. informalidad y tensiones estructurales en la posconvertibilidad. En Schorr, M., editor, *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial*, pp. 219–253. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Frenkel, R. (2007). La sostenibilidad de la política de esterilización monetaria. *Center for Economic and Policy Research*. Recuperado de <http://www.cepr.net>.
- Frenkel, R. (Jul.-Sep., 1980). El desarrollo reciente del mercado de capitales en la argentina. *Desarrollo Económico*, 20(78):215–248.
- Frenkel, R. y Rapetti, M. (2007). Política cambiaria y monetaria en argentina después del colapso de la convertibilidad. Technical report, Center for Economic and Policy Research - Washington, D.C y Political Economy Research Institute - University of Massachusetts Amherst.
- Gaggero, J., Casparino, C., y Libman, E. (2007). La fuga de capitales. historia, presente y perspectivas. Documento de trabajo 14, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina).
- Gaggero, J., Kupelian, R., y Zelada, M. (2010). La fuga de capitales II. Argentina en el escenario global (2002-2009). Documento de trabajo 29, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina).
- Gaggero, J., Rua, M., y Gaggero, A. (2013). Argentina: fuga de capitales (2002-2012). Discussion workshop, AABA, City University London and Tax justice network. Recuperado de [http://www.daghammarskjold.se/wp-content/uploads/2014/12/2013-Argentina\\_Fuga-de-capitales-2002-2012.pdf](http://www.daghammarskjold.se/wp-content/uploads/2014/12/2013-Argentina_Fuga-de-capitales-2002-2012.pdf).
- Gambina, J. (2003). Sobre la deuda pública de la argentina. ¿Qué hace el gobierno y que debería hacer? *Cuadernos de la Fisyp*, (9). Recuperado de <http://fisyp.rcc.com.ar/JG.Deuda.pdf>.
- Gill, L. (2002). *Fundamentos y límites del capitalismo*. Madrid: Trotta.
- Giuliano, H. L. (2006). *Problemática de la deuda pública argentina: La deuda bajo la administración Kirchner*. Buenos Aires: Grupo Editor del Encuentro.
- Giuliano, H. L. (mayo-julio 2013). Deuda para todos: la deuda pública nacional. *Revista Argentina Virtual & Actual*, (55). Recuperado de <http://www.ualp.edu.ar/sites/default/files/pdf/revista-argentina-virtual-actual/nro55-2013.pdf>.
- Golla, J. (2006). Dimensión de los conglomerados financieros: el caso argentino. Documento de trabajo 10, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina).
- Golonbek, C. y Mareso, P. (2011). Sector financiero argentino 2007-2010: normalización, evolución reciente y principales tendencias. Documento de Trabajo 36, Centro de Economía y Finanzas para el Desarrollo de la Argentina (CEFIDAR).

- Graña, J. M. y Kennedy, D. (2008). Salario real, costo laboral y productividad, argentina 1947-2006: Análisis de la información y metodología de estimación. Documento de Trabajo 12, Universidad de Buenos Aires, CEPED.
- Grasso, F. y Banzas, A. (2006). El spread bancario en argentina: un análisis de su composición y evolución (1995-2005). Documento de trabajo 11, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina).
- Harvey, D. (1990). *Los limites del capitalismo y la teoría marxista*. México: Fondo de Cultura Económica.
- Harvey, D. (2010). *A Companion to Marx's Capital. Volume Two*. London-New York: Verso Books.
- Harvey, D. (2014). *Guía de El Capital de Marx. Libro primero*. Madrid: Ediciones Akal.
- Henry, J. S. (2012). The price of offshore revisited. , Tax Justice Network. Recuperado de [http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price\\_of\\_Offshore\\_Revisited\\_120722.pdf](http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price_of_Offshore_Revisited_120722.pdf).
- Hilferding, R. (1973). *El capital financiero*. Madrid: Editorial Tecnos.
- Katz, C. (2002). Enigmas contemporáneos de las finanzas y la moneda. *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, 12(23).
- Katz, C. (2008). La pulseada por la renta. Recuperado de <http://katz.lahaine.org/?p=161>. [Consultado el 16-01-2015].
- Katz, C. (2010). Los nuevos desequilibrios de la economía argentina en <http://www.lahaine.org>. [Consultado el 06-11-2013].
- Katz, C. (2014a). Contrasentidos del neodesarrollismo: El caso de Argentina. En Estrada Álvarez, J., editor, *América Latina en medio de la crisis mundial. Trayectorias nacionales y tendencias regionales*, pp. 227–242. Buenos Aires: CLACSO.
- Katz, C. (2014b). ¿Qué es el neo-desarrollismo? I,II,III- Una visión crítica en <http://www.lahaine.org>. [Consultado el 30-07-2014].
- Kofman, D., Abraham, L., Kofman, M., Pérez Barreda, N., y Arelovich, S. (2011). Estructura de propiedad y acumulación en el sistema financiero argentino. En *Jornadas de Economía Crítica*. Jornadas realizadas en Córdoba, Argentina los días 25, 26 y 27 de Agosto.
- Krippner, G. R. (2005). The financialization of the american economy. *Socio-Economic Review*, 3(2):173–208.
- Kulfas, M., Porta, F., y Ramos, A. (2002). Inversión extranjera y empresas transnacionales en la economía argentina. *Estudios y Perspectivas*, (10).

- Kupelian, R. y Rivas, M. (2011). Dimensión y regulación de los conglomerados financieros II. el caso argentino. Documento de trabajo 41, CEFIDAR (Centro de Economía y Finanzas para el desarrollo de la Argentina).
- Lapavitsas, C. (2009a). *El capitalismo financiarizado: expansión y crisis*. Madrid: Ediciones Maia.
- Lapavitsas, C. (2009b). Financialisation, or the search for profits in the sphere of circulation. *Research on Money and Finance: Discussion paper*, (10).
- Lapavitsas, C. (2013). *Profiting Without Producing: How Finance Exploits Us All*. London-New York: Verso Books.
- Levy Yeyati, E. y Bragagnolo, F. (2012). ¿De qué hablamos cuando hablamos de dolarización en argentina? Apuntes económicos para la batalla cultural. Recuperado de <http://focoeconomico.org/2012/06/21/de-que-hablamos-cuando-hablamos-de-dolarizacion-en-argentina-notas-economicas-para-la-batalla-cultural/>. Consultado el 14 de octubre de 2013.
- Lo Vuolo, R. y Seppi, F. (2008). La falacia del desendeudamiento del sector público argentino. Documento de trabajo 61, CIEPP.
- Manzanelli, P. y Schorr, M. (2013a). Dinámica de la economía argentina. un análisis a partir de las grandes firmas. En Schorr, M., editor, *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial*, pp. 19–53. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Manzanelli, P. y Schorr, M. (2013b). La extranjerización de la industria argentina en la posconvertibilidad. un análisis del poder económico sectorial. En Schorr, M., editor, *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial*, pp. 55–81. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Marshall, W. (2007). La banca extranjera frente a la crisis: lecciones desde el uruguay y la argentina. *Realidad Económica*, (225):29–45.
- Martínez González-Tablas, Á. (2007). *Economía Política Mundial. I Las fuerzas estructurantes*. Barcelona: Ariel.
- Marx, K. (1867). *El capital. Crítica de la economía política. Tomo I*, [edición de 1999]. México: Fondo de Cultura Económica.
- Marx, K. (1885). *El Capital. Crítica de la Economía Política. Tomo II*, [edición de 1976]. México: Siglo XXI Editores. 2 Vols.
- Marx, K. (1894). *El Capital. Crítica de la Economía Política. Tomo III*, [edición de 1976-1981]. México: Siglo XXI Editores. 3 Vols.
- Medialdea, B. (2009). *Subdesarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña*. Tesis doctoral, Universidad Complutense de Madrid. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Departamento de Economía Aplicada I.

- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (1993-2012). *Boletín Fiscal Trimestral*. Buenos Aires: MECON. Recuperado de [http://www.mecon.gov.ar/onp/html/ejectexto/bole\\_trim\\_dosuno.html?var1=bole-trimdosiete](http://www.mecon.gov.ar/onp/html/ejectexto/bole_trim_dosuno.html?var1=bole-trimdosiete).
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas (2001). *El caso del Subsector Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones*. Buenos Aires: MECON. Recuperado de [http://www.mecon.gov.ar/secpro/dir\\_cn/afjp.pdf](http://www.mecon.gov.ar/secpro/dir_cn/afjp.pdf).
- Montanyà Revuelto, M. (2009). Crisis financiera y ajuste salarial en argentina. En Álvarez Peralta, N., Buendía, L., Mateo, J. P., Medialdea, B., Molero, R., Montanyà, M., Paz, M. J., y Sanabria, A., editores, *Ajuste y salario: las consecuencias del neoliberalismo en América Latina y Estados Unidos*, pp. 53–80. Madrid: Fondo de Cultura Económica.
- Neffa, J. C. (1998). *Modos de regulación, regímenes de acumulación y sus crisis en Argentina (1880-1996): una contribución a su estudio desde la teoría de la regulación*. Buenos Aires: Eudeba.
- OIT (2015). *Informe Mundial sobre Salarios 2014/2015: Salarios y desigualdad de ingresos*. Ginebra: Organización Internacional del Trabajo.
- Palazuelos, E. (2000). *Contenido y método de la economía*. Madrid: Ediciones Akal.
- Palley, T. I. (2007). Financialization: what it is and why it matters. *Levy Economics Institute Working Paper*, (525). Recuperado de <http://ssrn.com/abstract=1077923> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1077923>.
- Peralta Ramos, M. (2007). *La economía política Argentina: Poder y clases sociales, 1930-2006*. Buenos Aires: Fondo De Cultura Económica.
- Ramos, A. (2003). La explicación histórica como una modalidad de la economía aplicada. En *Estudios de Historia de pensamiento económico: homenaje al Profesor Francisco Bustelo García del Real*, pp. 409–442. Madrid: Editorial Complutense.
- Rapoport, M. (2000). *Historia Política, Económica y Social de la Argentina (1880-2000)*. Buenos Aires: Editorial Macchi.
- Rodríguez, O. (2007). En busca del desarrollo perdido. En Vidal, G. y Guillén R., A., editores, *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado*, pp. 439–468. Buenos Aires: CLACSO.
- SAFJP (2004). El régimen de capitalización a 9 años de la reforma previsional 1994-2003. Documento de trabajo, SAFJP Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones Argentina, Buenos Aires.
- Salama, P. (1996). Financiarización excluyente en las economías latinoamericanas. *Comercio exterior*, 46(7):537–548.

- Salama, P. (2006). Deudas y dependencia financiera del estado en américa latina. En Girón, A. y Pérez, F. S., editores, *Confrontaciones monetarias: marxistas y post-keynesianos en América Latina*, pp. 101–122. Buenos Aires: Clacso. Recuperado de <http://bibliotecavirtual.clacso.org.ar/clacso/se/20100528013859/7Salama.pdf>.
- Santarcángelo, J. E. y Fal, J. (2010). *La política financiera y su impacto en la acumulación. El caso argentino, 1977 - 2006*. Buenos Aires: Prometeo.
- Schorr, M. (2013). *Argentina en la posconvertibilidad: ¿desarrollo o crecimiento industrial*. Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Secretaría de finanzas (2002-2012). *Informe de Deuda Pública*. Buenos Aires: Ministerio de Economía y finanzas públicas. Recuperado de [http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sfinan/?page\\_id=37](http://www.mecon.gob.ar/finanzas/sfinan/?page_id=37).
- Serfati, C. (2001). El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía. En Chesnais, F., de Brunhoff, S., Campagnoli, M., y Vera, L., editores, *La mundialización financiera: génesis, costo y desafíos*, pp. 165–206. Buenos Aires: Losada.
- Serfati, C. (2003). La dominación del capital financiero: ¿qué consecuencias? En Chesnais, F. y Plihon, D., editores, *Las trampas de las finanzas mundiales: diagnósticos y remedios*, pp. 59–72. Madrid: Editorial Akal.
- Sunkel, O. (2007). En busca del desarrollo perdido. En Vidal, G. y Guillén R., Arturo, C., editores, *Repensar la teoría del desarrollo en un contexto de globalización. Homenaje a Celso Furtado.*, pp. 469–488. Buenos Aires: CLACSO.
- Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias (2012). *Marco Legal del Sistema Financiero Argentino*. Buenos Aires: Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias. Recuperado de [http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCAQFjABahUKEwjH7v-zz-XIAhVMhhoKHf2cAUE&url=http%3A%2F%2Fcadecac.org.ar%2Fbajar\\_archivo.php%2F3%2F124%2F8829&usg=AFQjCNHpHTpil9Q8M65xP7VBL4W-TMhCPQ&bvm=bv.106130839,d.d2s/](http://www.google.es/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=0CCAQFjABahUKEwjH7v-zz-XIAhVMhhoKHf2cAUE&url=http%3A%2F%2Fcadecac.org.ar%2Fbajar_archivo.php%2F3%2F124%2F8829&usg=AFQjCNHpHTpil9Q8M65xP7VBL4W-TMhCPQ&bvm=bv.106130839,d.d2s/).
- Superintendencia de seguros de la nación (2002-2012). *Memoria Anual*. Buenos Aires. Recuperado de <http://www2.ssn.gob.ar/index.php/companias-y-productores/estadisticas/informacion-de-estados-contables/2-sin-categoria/42-memoria-anual>.
- Thwaites Rey, M. (2003). *La (des) ilusión privatista. El experimento neoliberal en la Argentina*. Buenos Aires: Eudeba.
- Varesi, G. A. (2012). La configuración del modelo post-convertibilidad : Políticas económicas y fracciones de clase en argentina, 2002-2007. Tesis de máster, Universidad Nacional de La Plata. Facultad de Humanidades y Ciencias de la Educación.
- Vidal Villa, J. M. (1976). *Teorías del imperialismo*. Barcelona: Anagrama.

- Wainer, A. G. (2010). *Clase dominante, hegemonía y modos de acumulación: la reconfiguración de las relaciones de fuerza en el interior de la burguesía durante la crisis y salida de la convertibilidad, 1998-2003*. Tesis doctoral, FLACSO. Sede Académica Argentina.
- Wylde, C. (2012). *Latin America after neoliberalism: developmental regimes in post-crisis states*. Hampshire: Palgrave Macmillan.
- Zaiat, A. (2012). *Economía a contramano: cómo entender la economía política*. Buenos Aires: Planeta.

## Fuentes consultadas

---

Bolsa de Comercio de Buenos Aires, *Anuarios*, años 2000-2011. Buenos Aires: BCBA.

Comisión Económica para América Latina (2000): Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2000, Santiago de Chile.

Comisión Económica para América Latina (2009): Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2009, Santiago de Chile.

Diario *Ámbito Financiero*, año 2012.

Diario *Clarín*, año 2001.

Diario *La Nación*, años 2005-2012.

Diario *Página 12*, años 2011-2015.

Revista *Mercado* (2012). Editorial Coyuntura.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales, *Informe Anuario*, años 2002-2012. Buenos Aires: IAMC. Recuperado de <http://www.iamc.com.ar/anuario/#/informeanuario/>.

*Revista de Trabajo*, Año 9, nº11, nueva época, 2013.





## Fuentes estadísticas

---

*ABA* (Ranking de bancos). <http://www.aba-argentina.com/category/informes/ranking-de-bancos/>

*BANCO MUNDIAL*. <http://datos.bancomundial.org/>

*BCRA* (Banco Central de la República Argentina), Buenos Aires.

<http://www.bcr.gov.ar/>

*CEPALSTAT* (Base de Datos y Publicaciones Estadísticas), Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Santiago de Chile.

[http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB\\_CEPALSTAT/Portada.asp](http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/Portada.asp)

*CEPED* (Centro de estudios sobre población, empleo y desarrollo), Facultad de Ciencias Económicas, UBA, Buenos Aires.

<http://www.econ.uba.ar/www/institutos/economia/ceped/>

*FAOSTAT*, Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura.

<http://faostat.fao.org/>

*FMI* (Financial Soundness Indicators), Fondo Monetario Internacional.

<http://fsi.imf.org/fsitables.aspx>

*IAMC* (Instituto Argentino de Mercado de Capitales), Buenos Aires.

<http://www.iamc.sba.com.ar/home/>

*INDEC* (Instituto nacional de estadística y censos), Buenos Aires.

<http://www.indec.gov.ar/>

*MECON* (Ministerio de economía y finanzas públicas), Buenos Aires.

<http://www.economia.gob.ar/>

*ORBIS*, Bureau Van Dijk. <http://www.bvdinfo.com/es-es/our-products/company-information/international-products/orbis>

*SECRETARÍA DE FINANZAS*, Buenos Aires.

<http://www.mecon.gov.ar/secretarias/finanzas/>

*SUPERINTENDENCIA DE SEGUROS DE LA NACION*, Buenos Aires.

<http://www2.ssn.gob.ar/>